



05 de abril de 2004
029/2004-DG

COMUNICADO EXTERNO

Membros de Compensação, Corretoras Associadas e Operadores Especiais

Ref.: **Conjuntura Econômica Mensal – Abril/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 Antônio Prado, 48 - Telefone: 3119-2000 - CEP 01010-901 - São Paulo - SP
Caixa Postal, 4275 - São Paulo - Capital - CEP 01061-970

CONJUNTURA ECONÔMICA MENSAL

Abril / 2004



Índice

Sumário Executivo	02
1. Situação política e reformas	03
1.1. Caso Waldomiro e fogo amigo abalam aprovação do governo Lula em março	03
1.2. Tensão política não deve se reduzir em abril	04
2. Nível de atividade e emprego	04
2.1. Desemprego deve continuar sendo destaque negativo no curto prazo	04
3. Juros, câmbio e inflação	06
3.1. Crise política e menor influxo de capitais externos limitam ânimo dos mercados em março	06
3.2. IPCA de abril deve ficar próximo a 0,5%	08
4. Finanças públicas	08
4.1. Estatais decepcionam, mas não ameaçam cumprimento de meta fiscal	08
4.2. Relação dívida/PIB será revisada após incorporação de PIB oficial de 2003	10
5. Setor externo	10
5.1. Rolagens de vencimentos externos recuam fortemente em março	10
6. Internacional	11
6.1. Preocupação com o terrorismo justifica posição de cautela dos mercados em março	11
6.2. Banco do Japão dá sinais de que pode alterar política cambial	12
7. Informe setorial	13
7.1. Negociações ocorridas no Congresso aprimoraram Novo Modelo do setor elétrico	13
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 MARCIO CAMARGO
ROBERTO PADOVANI

Análise econômica e política
ALESSANDRA RIBEIRO
ANA PAULA ALMEIDA
CHRISTOPHER GARMAN
FERNANDO MONTEIRO
JUAN PEDRO JENSEN
JULIO CALLEGARI
MARISTELLA ANSANELLI

Análise setorial
ADRIANO PITOLI
AMARYLLIS ROMANO
FABIANA FANTONI
SÉRGIO CONTI

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

Estagiários
BRUNO OLIVA
CLAUDIA OSHIRO
LILIAN FUJII
LUCIANA UJISSATO

Comunicação
ALCIDES FERREIRA
aferreira@tendencias.com.br

Coordenação editorial
LUCIANA DIAS DE MORAES
luciana@tendencias.com.br

Edição e revisão
BENEDITO SVERBERI
CLARA SETÓGUCHI

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 mês de março foi marcado pela crise política, que manteve o mercado cauteloso durante todo o mês e não permitiu a melhora dos preços dos ativos domésticos. O prêmio de risco se manteve oscilando ao redor dos 550 pontos, patamar cerca de 30% acima da média dos emergentes, enquanto a bolsa paulista, sem o impulso das compras de investidores externos, não conseguiu levar o Ibovespa a níveis muito superiores aos 21.000 pontos.

Existem razões para acreditar que abril ainda trará desgaste para o governo, mantendo tensões no campo político. Em primeiro lugar, o mês será marcado por decisões fiscais difíceis. O governo não só terá que reajustar o salário dos servidores públicos, mas também estabelecer o novo salário mínimo. Dadas as restrições fiscais, o potencial de frustração para ambos deve permanecer alto. Além do mais, o governo também terá que lidar com uma crescente atuação do MST em invasões de terra.

De fato, as questões fiscais começam a ganhar destaque na imprensa, e a cada dia chamam mais a atenção dos analistas. Não sem razão, posto que há muita especulação a respeito de mudanças na forma de cômputo dos investimentos, implementação de superávit anticíclico, pressão para ampliação de despesas e alguns resultados fiscais menos favoráveis. Em fevereiro, por exemplo, o déficit primário das estatais federais de R\$ 3,7 bilhões comprometeu a geração de um superávit primário mais robusto para o setor público. Tal resultado, embora parcialmente influenciado pelo maior volume de dividendos, também está associado à ampliação de despesas por parte dessas empresas. Em última instância, entretanto, tais eventos na esfera fiscal não devem comprometer o cumprimento da meta com o FMI.

O fluxo cambial de março também refletiu o clima de maiores incertezas, registrando saída de recursos, após dois meses de forte influxo

positivo, o que levou o real a se aproximar dos R\$ 2,95/US\$. A ausência de captações externas também merece destaque, refletindo a cautela dos investidores com os papéis brasileiros. Alguns sinais mais favoráveis apareceram no final de março permitindo alguma apreciação no fechamento do mês.

Neste cenário, o Banco Central ficou mais um mês fora do mercado, e não realizou compras de dólares no mercado à vista, embora tenha sustentado a estratégia de reduzir sua exposição cambial através da não-renovação da dívida cambial doméstica.

No mercado de juros, a decisão de redução da Selic para 16,25% deu novo ânimo aos agentes, que voltaram a precificar novas quedas nos próximos meses, especialmente ante a uma ata mais otimista. A ata do Copom de março mostrou um cenário de inflação mais tranquilo, mas que ainda possui riscos e exige monitoramento e cautela da política monetária. A taxa de variação do IPCA-15 de março ficou em 0,40%, mostrando um recuo em relação ao IPCA de fevereiro (0,61%). Este recuo foi possível por conta, principalmente, do término da pressão de alta exercida pelo grupo educação. As expectativas para os próximos meses também mostraram melhora. Os riscos ficam por conta do comportamento da inflação no atacado e seus efeitos sobre a inflação ao consumidor.

Neste mês a análise setorial trata do estabelecimento do novo modelo do setor elétrico e criação da Empresa de Pesquisa Energética. O novo modelo propõe que a modicidade tarifária seja obtida através da competição na geração. Os novos projetos do segmento serão definidos através de estudos realizados pela Empresa de Pesquisa Energética (EPE) e serão licitados pela Aneel pelo critério de tarifa mínima através de um cronograma de leilões.

Relatório elaborado com informações disponíveis até 31/03/2004

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>



1. Situação política e reformas

1.1. Caso Waldomiro e fogo amigo abalam aprovação do governo Lula em março

No final de março o governo finalmente teve um indicador mais fiel a respeito do estrago que o episódio Waldomiro Diniz providenciou ao governo Lula. Tanto a pesquisa CNI/Ibope quanto a CNT/Sensus registraram uma queda forte na aprovação do governo, de um patamar de aprovação de 40% (soma de "ótimo" e "bom") para 34%. De forma similar, a confiança no presidente Lula também caiu para o patamar de 60%.

À primeira vista, o resultado dessas pesquisas não é desastroso para o governo. A queda foi forte, mas a administração Lula como um todo está longe de entrar na categoria de um governo mal avaliado. Interpretações de que essa queda de aprovação possa levar a uma desarticulação da base aliada no Congresso ou a uma contestação mais séria da política econômica do governo, portanto, seriam muito precipitadas.

É preciso reconhecer que o patamar de aprovação do governo Lula antes do caso Waldomiro Diniz era extremamente elevado. Destaca-se que um índice de aprovação de 40% é equivalente ao de um governo com uma economia que tem bons resultados, algo que de fato não é o caso no governo Lula. Além do mais, um governo com um índice de aprovação de 34% certamente não deve ser visto como mal avaliado. Ao longo do segundo mandato do governo FHC, por exemplo, o índice mais alto de aprovação do governo foi 33% em março de 2001, fruto de um crescimento econômico superior a 4% em 2000. E mesmo no primeiro mandato, que certamente foi marcado por um governo forte, os índices de aprovação caíram para 30% em certos momentos. Na prática, portanto, ainda que o governo Lula tenha sofrido um recuo forte em seus índices de aprovação, tal queda não deve ser considerada desastrosa.

Dito isso, ao longo de março o governo sofreu com um tremendo aumento do "fogo amigo". A

Executiva do PT editou uma nota pedindo medidas mais vigorosas para estimular o crescimento econômico e partidos aliados fizeram críticas à política econômica do governo. De um lado, as críticas de partidos como o PL e o PMDB derivam do fato de que se o próprio partido do governo pode criticar a política econômica, os custos de críticas dos aliados naturalmente diminuem. Por outro lado, no entanto, é importante reconhecer que a insatisfação dos partidos da base aliada registrada nessas últimas semanas tem raízes muito mais profundas que a atual crise política, e diz respeito à caracterização do atual governo como essencialmente "petista", e não um governo de coalizão.

Destaca-se que o processo decisório dentro da administração Lula vem se mostrando extremamente centralizado. Como já foi amplamente divulgado, quase todas as decisões de peso dentro do governo vêm sendo tomadas pelo chamado "núcleo duro", composto por quatro ministros do PT, sendo que Antônio Palocci e José Dirceu sempre detiveram a maior influência. Em segundo lugar, ainda que o governo tenha distribuído postos ministeriais para os partidos da base aliada, a maioria dos cargos valiosos permaneceu nas mãos do PT. Partidos com bancadas expressivas como o PTB, e, mais recentemente, o PP têm pouca expressão no ministério e o governo também tem demonstrando resistência em atender pleitos de cargos e verbas de partidos aliados.

Na prática, isso vem gerando uma inquietação pouco visível entre os aliados do governo, pois mesmo sendo integrantes da base, as lideranças desses partidos sentem-se excluídas das decisões mais importantes do governo Lula. Até esse momento, essa insatisfação não aflorou, seja porque os índices de aprovação do governo permaneceram muito altos, seja por causa das



perspectivas promissoras para a economia em 2004. O ponto a reconhecer, no entanto, é que na medida em que o governo passa por uma crise política, e seus índices de aprovação estão em baixa, é de se esperar que essas insatisfações se tornem muito mais públicas.

Caso esse diagnóstico seja correto, podemos concluir que a saída ou não do ministro José Dirceu é um assunto de segunda ordem. O governo, no fundo, precisa fazer uma transição de um modelo extremamente centralizador de

articulação política para um mais amplo e que seja coerente com um governo de coalizão. Ao longo de 2003 o governo já deu sinais de que estava a caminho de uma transição dessa natureza. A inclusão do PMDB no ministério é um reconhecimento da necessidade de contar com o apoio de uma coalizão mais ampla, e a indicação de Aldo Rebelo (PCdoB) para a Articulação Política vai na mesma direção. O ponto é que a atual crise acentua tremendamente a necessidade dessa transição.

1.2. Tensão política não deve se reduzir em abril

De um lado, abril deve demonstrar que a crise política gerada pelo caso Waldomiro Diniz dificilmente irá se transformar em uma crise mais grave de governabilidade, ou em uma contestação da equipe econômica por parte de integrantes do governo. A queda de aprovação do governo não é algo desastroso, e tampouco gera uma dinâmica de perda de apoio entre os partidos aliados. Dentro do governo, a tendência é de que o presidente Lula defenda cada vez mais a política econômica do ministro Antônio Palocci.

De outro lado, no entanto, existem razões para acreditar que abril trará um desgaste para o governo. Em primeiro lugar, o mês será marcado por decisões fiscais difíceis. O governo não só

terá que reajustar o salário dos servidores públicos, mas também que estabelecer o novo salário mínimo. Dadas as restrições fiscais, o potencial de frustração para ambos deve permanecer alto. Além do mais, o governo também terá que lidar com uma crescente atuação do MST em suas invasões de terra. Mesmo que o governo tenha anunciado a liberação de R\$ 1,7 bilhão para o programa de reforma agrária, esse alívio dificilmente será o suficiente para cooptar o MST. Por fim, destaca-se que a transição de uma administração "petista" para um governo essencialmente de coalizão é propícia a ruídos, e não deve ser uma tarefa fácil para o governo.

2. Nível de atividade e emprego

2.1. Desemprego deve continuar sendo destaque negativo no curto prazo

O momento político e as incertezas econômicas magnificam o destaque negativo dado à questão do desemprego que, por serem principalmente sazonais, não deveriam assustar e tampouco ser motivo de notícia. Com essa preocupação, analisamos as projeções de

emprego e desemprego de diversas pesquisas com o intuito de traçar o cenário do mercado de trabalho nos próximos meses.

Em 2004, as primeiras pesquisas de emprego foram também as mais positivas e justificaram um clima otimista no noticiário. Na indústria,



temos a pesquisa de emprego da Fiesp, da CNI e a PIME do IBGE. Em nível nacional e multissetorial, mas também restrito ao emprego formal, temos as informações da Caged. Os resultados de todas estas pesquisas foram favoráveis, antecipando, inclusive, um movimento sazonal que costuma ter início apenas no segundo trimestre. Os próximos levantamentos devem manter um saldo razoável, pois a economia ainda acusa *momentum* e a sazonalidade entra em cena.

É verdade que as contratações na indústria e na formalidade dependem mais da expectativa do crescimento do que do crescimento em si, sendo possível que o desânimo que tomou conta da economia contamine as decisões dos agentes. Resultados decepcionantes nestas sondagens, de fato, seriam sintomas sérios de uma piora acentuada das expectativas, o que, entretanto, não parece ter ocorrido ainda.

Já as sinalizações de pesquisas mais abrangentes de emprego e desemprego são menos claras. A Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE e a que considera a região metropolitana de São Paulo (Seade/Diece) são os dois casos mais importantes. Por serem as únicas que captam o desemprego, além do emprego, são via de regra as mais noticiadas. Estas pesquisas vêm acusando, com maior ou menor intensidade, aumento do desemprego, e ainda darão margem a manchetes. Ambas as pesquisas apuraram até agora um aumento de desemprego dentro da sazonalidade (considerando para a PME a sazonalidade da antiga série). Entretanto, se levarmos em consideração que os dados de emprego e desemprego não trouxeram grandes novidades a não ser confirmar a sazonalidade negativa da época, a cobertura dos resultados foi muito grande e muito negativa.

Estas últimas sondagens dão um tom pessimista ao quadro do mercado de trabalho, acusando elevação de desemprego e estabilidade ou até mesmo queda na ocupação.

O principal motivo das divergências entre as pesquisas domiciliares, como as do Seade/Diece e do IBGE, em relação às demais pesquisas é que são criadas muitas vagas temporárias na informalidade e em serviços no final do ano, as quais são extintas no trimestre seguinte.

Por esse motivo, essas vagas não são captadas em levantamentos industriais como os da Fiesp, ou restritas ao mercado formal de trabalho, como na Caged. Um segundo motivo, de caráter não sazonal, mas conjuntural, é que o ânimo da economia do interior, que continua impelida pela excepcional situação da agropecuária, é um efeito que escapa às sondagens metropolitanas.

Sazonal ou não, a elevação da taxa de desemprego de 19,1% da PEA em janeiro para 19,8% fevereiro, apurada pela Seade, foi capa de jornal, dando sua contribuição ao mal-estar de um cenário político delicado. Infelizmente, a sazonalidade do desemprego ainda trará números ingratos, podendo a taxa chegar próximo a 21% até abril caso a PEA cresça ainda acima da ocupação, como é típico nesta época.

Da mesma forma, a elevação no desemprego apurado pelo IBGE (a taxa passou de 11,7% da PEA em janeiro para 12,0% em fevereiro) obedeceu à sazonalidade histórica do mês. O desemprego do IBGE costuma refluir antes da pesquisa Seade. Mesmo assim, a série anterior acusava pico sazonal em março, o que, replicado na nova série, puxaria a taxa de desemprego para algo em torno de 12,6% da PEA.

A sazonalidade da economia antecipa picos de desemprego nos meses de março a maio. O ponto a enfatizar é que ainda temos resultados ruins pela frente e, dependendo da forma como isso for explorado pela mídia e pelos formadores de opinião, poderá haver impactos políticos e econômicos. A partir dos picos de desemprego observados de março a maio, a sazonalidade se inverte e a recuperação econômica ajudará.



3. Juros, câmbio e inflação

3.1. Crise política e menor influxo de capitais externos limitam ânimo dos mercados em março

O mês de março foi marcado pela crise política, que manteve o mercado cauteloso durante todo o mês e não permitiu a melhora dos preços dos ativos domésticos. O prêmio de risco se manteve oscilando ao redor dos 550 pontos, patamar cerca de 30% acima da média dos emergentes, enquanto a bolsa paulista, sem o impulso das compras de investidores externos, não conseguiu levar o Ibovespa a níveis muito superiores aos 21.000 pontos.

O fluxo cambial de março também refletiu o clima de maiores incertezas, registrando saída de recursos após dois meses de forte influxo positivo, o que levou o real a se aproximar dos R\$ 2,95/US\$. A ausência de captações externas também merece destaque, refletindo a cautela dos investidores com os papéis brasileiros.

Neste cenário, o Banco Central ficou mais um mês fora do mercado, e não realizou compras de dólares no mercado à vista, embora tenha sustentado a estratégia de reduzir sua exposição cambial através da não renovação da dívida cambial doméstica.

No mercado de juros, a decisão de redução da Selic para 16,25% deu novo ânimo aos agentes, que voltaram a precificar novas quedas nos próximos meses, especialmente frente a uma ata mais otimista.

1.1. Juros

A ata do Copom de março mostrou um cenário de inflação mais tranquilo, mas que ainda possui riscos e exige monitoramento e cautela da política monetária. A inflação contemporânea mostrou um recuo importante em fevereiro, com queda expressiva dos núcleos. As expectativas para os próximos meses também mostraram melhora. Os riscos ficam por conta do comportamento da inflação no atacado e seus efeitos sobre a inflação

ao consumidor.

Por enquanto, o repasse da maior inflação no atacado para os IPCs foi baixo. E como a velocidade de repasse é alta (modelos econométricos da Tendências apontam defasagem de até um mês), as incertezas em relação a novas elevações ao consumidor serão resolvidas em breve.

Um ponto interessante foi o Banco Central ter abordado o tema do choque de oferta. Como, na sua visão, o choque de oferta não ocorreu em magnitude relevante, os seus impactos diretos e indiretos serão combatidos neste momento, não sendo razoável utilizar a margem de tolerância da meta de inflação para acomodar. Entretanto, o fato de este tema ter sido abordado não deixa de ser um sinal importante. É razoável supor que, caso o choque torne-se mais significativo, o BC possa se valer da regra já utilizada de "meta ajustada", prolongando o período de convergência da inflação para a trajetória das metas. Neste caso, um choque mais importante aumentaria temporariamente a taxa de inflação e alteraria preços relativos, mas não mudaria a trajetória de longo prazo da inflação, salvo se houver mecanismos ativos de indexação.

De qualquer forma, o principal foco de risco para o Banco Central mudou bastante desde o início do ano. Na ata de janeiro e fevereiro, uma grande gama de riscos e preocupações poderia gerar uma taxa de inflação persistentemente mais alta, fazendo com que a inflação deste ano divergisse da meta. Hoje, os riscos de não cumprir a meta diminuíram sensivelmente. A gama de riscos também se dissipou bastante, restando a dinâmica de repasse dos IPAs para os IPCs. Entre os membros do Copom, é consensual que este melhor cenário é resultado das decisões recentes de política monetária.



1.2. Inflação

A taxa de variação do IPCA-15 de março ficou em 0,40%, mostrando um recuo em relação ao IPCA de fevereiro (0,61%). Este recuo foi possível por conta, principalmente, do término da pressão de alta exercida pelo grupo educação. Os destaques de alta deste resultado foram (a) a elevação nos preços de automóveis, (b) os reajustes na tarifas de telefonia e (c) o aumento no preço de algumas marcas de cigarro. Por outro lado, dentro de combustíveis, o álcool teve deflação de 8,46% e a gasolina, de 0,42%, com impacto negativo de 0,08 e 0,02 ponto porcentual, respectivamente.

Em relação aos núcleos por médias aparadas, tanto o núcleo suavizado como o não-suavizado apresentaram elevação na comparação com o resultado do IPCA de fevereiro. O sem suavização passou de 0,28% para 0,45% e o suavizado, de 0,48% para 0,61%. Por outro lado, o núcleo por exclusão de administrados e alimentação mostrou forte recuo em virtude do término da pressão exercida pelo grupo educação, passando de 1,0% para 0,69%. Apesar da elevação dos núcleos por médias aparadas, o patamar atingido por eles ainda não é preocupante. Contudo, sua evolução nos próximos resultados deve ser monitorada.

A elevação dos núcleos neste último resultado está associada, em grande parte, à contaminação da elevação recente dos produtos industriais no atacado aos produtos no varejo. Ocorre que esta pressão não deveria surpreender e tampouco assustar, pois ela obedece às defasagens previstas dos IPAs industriais para os IPCs. A dinâmica deste repasse (IPA x IPC) já foi constatada em modelagens econométricas feitas pela Tendências que indicam, além do impacto contemporâneo, uma defasagem de até um mês. O modelo trabalha com uma subcesta de preços no atacado determinando o comportamento de outra subcesta de produtos semelhantes no varejo.

Neste sentido, a aceleração deste grupo no varejo, que no índice do IPCA-15 de março

alcançou 0,70%, não surpreenderia, pois obedece à defasagem de repasse estimada pelo modelo. Isto significa que a pressão atual dos IPCs estaria refletindo a elevação já ocorrida nos IPAs, dentro do estimado pelo modelo, ou seja, não há sinais de inércia nos reajustes de preços ao consumidor. Contudo, estes repasses devem continuar aparecendo até abril, pelas altas observadas nos IPAs até março. Mas isto não deveria preocupar, pois (1) não se verifica intensidade de repasse muito alta e (2) a defasagem entre IPA e IPC é baixa. O que poderia preocupar seriam novas rodadas de pressões de *commodities* no atacado ou reajustes por aparecer devido a altas passadas, afetando a taxa de variação dos IPAs por um período mais longo, com impactos então sobre os IPCs também por um período mais longo.

A taxa de variação do IGP-M de março ficou em 1,13%, mostrando elevação em relação ao resultado de fevereiro (0,69%). Esta elevação foi influenciada principalmente pela alta dos preços no atacado, de 1,33% ante 0,80 em fevereiro, em virtude principalmente da elevação nos preços agrícolas, de 0,91% ante uma queda de 1,27% em fevereiro – com destaque para a elevação nos preços de ovos (20,7%) e soja (6,01%). Por outro lado, a taxa dos preços de produtos industriais recuou, passando de 1,61% em fevereiro para 1,49% em março, contudo, esta queda não deve ser interpretada com uma perda no fôlego dos reajustes de preços industriais, isso porque, este resultado só foi possível pela deflação de 3,94% nos preços de combustíveis, com impacto negativo de 0,47 p.p. A principal pressão de alta continua sendo a elevação nos preços dos produtos siderúrgicos – o grupo metalurgia registrou alta 5,12%. O INCC foi pressionado por alguns dissídios da construção civil elevando a taxa do índice de 0,48% para 1,59%. O IPC ficou em 0,46% com destaque para (a) a deflação nos preços de combustíveis, gasolina de 0,59% e álcool de 10,97%, (b) o reajuste nos preços de cigarros e (c) a alta dos alimentos *in natura*.



3.2. IPCA de abril deve ficar próximo a 0,5%

Projetamos para o IPCA fechado de março uma taxa de 0,45%. Esta taxa será marcada pela alta do grupo alimentação por conta, principalmente, da intensificação da pressão exercida por alguns alimentos "in natura", ovos e gorduras. Dentro de habitação, devemos verificar uma pressão de alta exercida por alguns reajustes na taxa de água e esgoto e no aumento no preço no gás de botijão. Por outro lado, os combustíveis devem continuar com um comportamento de queda. O grupo vestuário, em virtude da sazonalidade do período, deve exercer pressão de alta sobre o indicador. Além disso, o grupo comunicação ainda deve sofrer influência dos reajustes de telefonia ocorridos em 10 de

fevereiro. Os núcleos devem manter o patamar atingido no resultado do IPCA-15 (0,61% o suavizado e 0,45% o sem suavização). Para abril projetamos uma taxa de variação de 0,50% para o IPCA. Este resultado será marcado pelo reajuste de 5,7% no preço de medicamentos, com impacto de 0,22 ponto percentual. Outro destaque será os reajustes previstos de energia elétrica que deverão ser divulgados ao longo de abril. Até o momento, a Aneel autorizou apenas o reajuste de 11% na tarifa de energia elétrica da Celpe (distribuidora responsável pelo fornecimento de energia elétrica da região metropolitana de Recife), com impacto de 0,01 ponto percentual no indicador.

Quadro: últimos resultados dos principais índices de inflação

	2003	2004*	Fev/04	Mar/04	Abr/04
IPCA (IBGE)	9,2%	6,0%	0,61%	0,45%*	0,50%*
IPC (FIPE)	8,1%	6,0%	0,19%	0,25%*	0,35%*
IPC-M (FGV)	9,3%	6,0%	0,56%	0,46%	0,50%*
IGP-M (FGV)	8,6%	6,7%	0,69%	1,13%	0,60%*

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

4. Finanças públicas

4.1. Estatais decepcionam, mas não ameaçam cumprimento de meta fiscal

O déficit primário das estatais federais de R\$ 3,7 bilhões comprometeu a geração de um superávit primário mais robusto para o setor público como um todo em fevereiro. Considerando o déficit que essas empresas já haviam gerado em janeiro (R\$ 2,6 bilhões), o resultado no primeiro bimestre dessas empresas foi negativo em R\$ 6,3 bilhões. Como no primeiro bimestre de 2003 o resultado foi superavitário em R\$ 511 milhões,

estamos falando em uma reversão de R\$ 6,8 bilhões no superávit primário do primeiro bimestre de 2004. O resultado acumulado em 12 meses por essas empresas limitou-se a R\$ 2,8 bilhões, resultado mais baixo desde abril de 2002.

O forte pagamento de dividendos da Petrobras (R\$ 3,3 bilhões, dos quais R\$ 1,1 bilhão pagos à União) ajuda a explicar parte desse resultado, especialmente em fevereiro, mas é insuficiente para justificar a



reversão do resultado no primeiro bimestre.

Na comparação do primeiro bimestre de 2004 com o mesmo período do ano anterior, o total de dividendos pagos à União aumentou apenas R\$ 216 milhões. O fato, contudo, é que em 2003 a maior parte dos dividendos foi paga por estatais financeiras (principalmente Banco do Brasil e Caixa Econômica) e neste ano, pela Petrobras. Como apenas as estatais não financeiras entram no cálculo do saldo primário, houve um aumento mais relevante dos dividendos das estatais não financeiras nesse primeiro bimestre de 2004. Mas mesmo todo o aumento do pagamento de dividendos dessas estatais explicaria no máximo cerca de R\$ 2 bilhões da deterioração total de R\$ 6,8 bilhões do resultado primário no primeiro bimestre.

Note-se ainda que com esse resultado, dificilmente as estatais irão cumprir a meta orçamentária de equilíbrio no saldo primário do primeiro quadrimestre (quadro).

Um dos fatores que podem explicar o elevado déficit primário registrado pelas estatais federais no primeiro bimestre do ano é o fim do "contingenciamento" por que passaram as estatais no final do ano passado. De fato, no último bimestre de 2003 o superávit primário gerado pelas estatais federais atingiu R\$ 5,6 bilhões, o que provavelmente envolveu algum grau de represamento de despesas de forma a melhorar o resultado primário no ano (note-se que ainda assim as estatais federais não cumpriram a meta em 2003). Passado o

compromisso com o resultado de 2003, é provável que as estatais federais, particularmente a Petrobras, que tem investimentos orçados em R\$ 16,2 bilhões, tenham ampliado os investimentos. De fato, a Petrobras tem, no orçamento, uma previsão de déficit elevado (quadro) no primeiro quadrimestre.

Outra suspeita fica por conta da discrepância estatística entre o resultado acima da linha e abaixo da linha do governo central, que poderia estar camuflando um melhor resultado das estatais e um pior resultado do governo central, particularmente de Itaipu, que de acordo com as previsões orçamentárias deveria estar compensando resultados negativos das outras empresas estatais.

Embora em 2003 o resultado das estatais federais também tenha decepcionado (deixando de cumprir sua meta), o fato é que no ano passado a "folga" no resultado primário do governo central era expressiva, permitindo acomodar desvio das estatais. Já neste ano a situação do governo central tende a ser menos confortável (fato que ainda depende dos resultados da arrecadação da nova Cofins).

É importante salientar, entretanto, que caso se confirme uma deterioração dos resultados das estatais por influência de investimento da Petrobras, isso não compromete efetivamente o cumprimento da meta assumida com o FMI, posto que o montante desses investimentos que excede o inicialmente programado é descontado da meta com o Fundo.

Dê qualquer forma, mesmo sem considerar essa questão dos investimentos da Petrobras, o fato é que o superávit primário do setor público para o primeiro trimestre é de R\$ 14,5 bilhões, o que significa que o resultado de março precisa ser de no mínimo R\$ 4,2 bilhões. Tal resultado não é demasiadamente alto, de forma que mesmo que as estatais federais não gerem superávit em março, ainda assim dificilmente o resultado não seria cumprido, embora a "folga" possa ser pequena.

Quadro: Meta de superávit das estatais federais no decreto orçamentário

Empresa	1º Quadri	2º Quadri	3º Quadri
Petrobras*	-1380	3090	7448
Eletrobrás	172	436	1095
Itaipu	1440	-3233	4602
Demais	-186	-889	-1262
TOTAL	46	5870	11883

Fonte: Decreto de programação orçamentária
* Exclui empresas do grupo sediadas no exterior



4.2. Relação dívida/PIB será revisada após incorporação de PIB oficial de 2003

A divulgação do número oficial do PIB de 2003 pelo IBGE, de R\$ 1.515 bilhões, levará a uma revisão do indicador da relação dívida/PIB por parte do Banco Central na divulgação da próxima nota para a imprensa do setor fiscal (final de abril). Isso porque o número oficial do IBGE para o PIB ficou cerca de R\$ 15 bilhões abaixo do previsto pelo Banco Central.

Assim, o indicador, que fechou o ano de 2003

em 58,2% do PIB segundo a estimativa do Banco Central, na prática foi mais elevado, atingindo 58,7% do PIB (número que será incorporado na próxima nota para a imprensa do Banco Central).

O novo número evidencia um crescimento ainda maior da relação dívida/PIB, tendo em vista que no fechamento de 2002 a relação foi de 55,5%, ou seja, crescimento de 2,7 pontos percentuais do PIB.

5. Setor externo

5.1. Rolagens de vencimentos externos recuam fortemente em março

1.1. Transações correntes

O saldo em conta corrente de janeiro foi bastante positivo, atingindo superávit de US\$ 669 milhões, bem melhor que o saldo atingido em janeiro de 2003 (US\$ 154 milhões). O resultado foi impulsionado pelo baixo volume de remessas de lucros e dividendos (US\$ 94 milhões). Em fevereiro o volume de remessas voltou a se elevar, como indicado pelo chefe do Departamento Econômico do Banco Central, o que, em conjunto com um superávit comercial menos robusto, deverá promover uma conta em transações correntes equilibrada neste mês.

Para 2004 como um todo, projetamos um superávit na conta corrente próximo a US\$ 1 bilhão. O Banco Central melhorou sua projeção para o ano, mas continua projetando um déficit em conta corrente de US\$ 3,9 bilhão, o que decorre de uma projeção excessivamente conservadora para o superávit comercial, de US\$ 20 bilhões para 2004.

1.2. Conta capital e financeira

Com relação à conta capital e financeira do Balanço de Pagamentos, os resultados de

fevereiro não foram negativos. O volume de investimento direto estrangeiro em fevereiro foi positivo, atingindo US\$ 1.024 milhões, valor próximo ao registrado em janeiro (US\$ 933 milhões) e superior ao de fevereiro de 2003 (US\$ 788 milhões).

A principal razão para o melhor desempenho do ingresso de investimento direto em fevereiro foi o elevado volume de conversões de dívidas (e juros externos) em investimentos. Ou seja, em vez de receber o pagamento em dólares, o credor (que inclui a matriz de empresas com filial no Brasil) aceita aumentar sua participação no capital da empresa localizada no Brasil.

No primeiro bimestre, o volume de conversões de dívida e juros em investimento direto foi de US\$ 917 milhões, o que equivale a 45% do total de investimento direto estrangeiro no período. Assim, mesmo com o fim da crise cambial (que elevou substancialmente as conversões em 2002), as conversões continuam sustentando o volume de investimento direto no início de 2004 (figura 1). O movimento não é negativo, tendo em vista que o passivo externo envolvido em um investimento estrangeiro é visto como menos volátil do que o envolvido no caso de uma dívida externa.



Com relação aos fluxos de capitais de médio e longo prazo, a taxa de rolagem do total de vencimentos do setor privado em fevereiro foi de 85% segundo nossas estimativas, o que representa uma queda significativa em relação aos 107% registrados em janeiro.

Nas estatísticas parciais calculadas pelo Banco Central, contudo, a taxa de rolagem dos vencimentos de *bônus, notes e commercial papers* e empréstimos diretos foi de 239%. Há duas razões para que o dado calculado pelo Banco Central seja tão positivo: (a) a inclusão das conversões de dívida em investimento direto como parte da rolagem - se estas conversões fossem excluídas, a taxa de rolagem desses vencimentos

se reduziria para 148%; (b) os créditos comerciais, empréstimos de compradores e vencimento de organismos que não se direcionam ao governo federal são movimentos de capitais de longo prazo que não estão apresentando bons resultados, mas também não são incluídos na medida do BC.

Os números preliminares para a taxa de rolagem de março são negativos. No subgrupo de *bônus, notes e commercial papers* e empréstimos diretos, a rolagem estava em apenas 45% até 24 de março. Se para esses itens a taxa de rolagem está baixa, a rolagem para o total de vencimentos de médio e longo em março será ainda mais reduzida, provavelmente registrando o pior resultado do ano.

6. Internacional

6.1. Preocupação com o terrorismo justifica posição de cautela dos mercados em março

Os mercados internacionais tiveram um mês conturbado por conta da crescente preocupação em relação à volta do terrorismo em importantes centros da economia mundial, o que sustentou a postura cautelosa dos agentes de mercado.

Um importante sinalizador da temperatura dos mercados internacionais são as bolsas americanas. Acompanhando o índice Dow Jones no mês, percebemos que o acirramento das preocupações levou os agentes a assumirem uma posição menos propensa ao risco. Este comportamento fez com que o índice rompesse o suporte de 10.000 durante o mês. Vale lembrar que em meados de janeiro, o Dow Jones tentava ultrapassar a resistência de 10.700 pontos, dadas as expectativas de crescimento para a economia americana e, conseqüentemente, para a economia mundial.

Embora as expectativas em relação ao desempenho da economia americana continuem positivas, a preocupação com o terrorismo acirrou-se, inserindo uma fonte de incertezas no

cenário que vem sustentando uma postura de maior cautela dos investidores. Nesta linha, uma piora do clima, que poderia ocorrer no caso de novos ataques ou mesmo de ameaças a importantes centros da economia mundial, tenderia a se refletir sobre os mercados de maior risco, inclusive os emergentes.

Por outro lado, em um cenário em que as preocupações em relação ao terrorismo se amenizem, seja pelo espaçamento nos ataques e ameaças ou pela maior mobilização dos governos para enfrentarem o terrorismo, as divulgações de dados econômicos positivos nos Estados Unidos podem voltar ao centro das atenções, elevando o apetite a risco dos investidores internacionais. Vale destacar, neste contexto, a importância do ritmo de recuperação do mercado de trabalho.

A interpretação de que a recuperação lenta dos empregos pode vir a constituir um problema para a economia americana ainda prevalece sobre os mercados. Neste sentido, os dados de emprego são a variável-chave. Uma sinalização



de geração mais significativa de empregos deve ser o gatilho para uma nova onda de otimismo dos investidores, na medida em que reforça os prognósticos positivos para a economia norte-americana.

Desta forma, a sustentação do otimismo nos

mercados internacionais, com a recuperação dos preços dos ativos para as máximas deste início de ano, depende da conjugação do arrefecimento das tensões geopolíticas com sinais consistentes de melhora no mercado de trabalho norte-americano.

6.2. Banco do Japão dá sinais de que pode alterar política cambial

O movimento no mercado internacional de moedas vem chamando a atenção novamente: A valorização do iene em relação ao dólar ganhou força no último mês, com as atuações mais brandas do Banco do Japão no mercado de câmbio.

O ministro das Finanças japonês, Sadakazu Tanigaki, declarou que não pode vender ienes eternamente, sinalizando que não deve sustentar as compras maciças de dólares como vinha fazendo, especialmente nos primeiros dois meses deste ano. É fato que a menor participação do Banco do Japão na compra de dólares deve resultar em maior valorização do iene.

As sinalizações de mudança na política cambial do BoJ devem ser reflexo das fortes pressões internacionais para que as moedas asiáticas se apreciem, dado o forte desequilíbrio estrutural global em transações correntes. Por este ângulo, uma atuação mais leve do BoJ, com o conseqüente ajuste entre as moedas e com impactos diretos sobre as contas correntes, é bem-vinda, no sentido de correção de desequilíbrios. No entanto, do ponto de vista doméstico, a mudança pode se refletir em taxas mais modestas de crescimento, dados os impactos negativos da apreciação do iene sobre as exportações japonesas, caso os componentes de demanda doméstica não sustentem a recuperação esboçada.

É fato que, se por um lado os ajustes entre as moedas (considerando que outros países asiáticos como China também possam ceder minimamente às pressões para apreciar o câmbio) tendem a corrigir os desequilíbrios mundiais em transações correntes, por outro lado, podem ter impactos na direção dos fluxos financeiros entre

os países no cenário internacional.

Sabemos que a economia americana, por conta da elevação significativa nos déficits em transações correntes e fiscal, teve seu passivo externo líquido elevado de forma importante nos últimos anos, sendo assim um grande tomador de recursos no mercado financeiro internacional.

Por este ângulo, uma desvalorização mais intensa do dólar pode impactar a demanda por ativos norte-americanos, à medida que estes ficam menos atrativos em termos de rentabilidade. No mercado de *treasuries*, a menor demanda pode resultar em queda nos preços e, portanto, alta dos juros futuros. Dependendo do ritmo da desvalorização do dólar, a alta nos juros futuros pode impactar negativamente o crescimento da economia americana e, conseqüentemente, da economia mundial. Nos demais mercados, com destaque para o de ativos corporativos, a desvalorização do dólar pode diminuir a demanda por ações e também por títulos de dívida de empresas, o que para a economia americana pode se tornar fonte de preocupação, dado que este é um canal importante de financiamento ao país.

Neste contexto, os impactos de uma alteração na política cambial dos países asiáticos, com a conseqüente desvalorização da moeda americana, ainda devem ser vistos com cautela. Um ritmo de depreciação do dólar elevado tende a impactar negativamente não só o crescimento da economia americana, mas a mundial, dada a ainda frágil recuperação de Europa e Japão, embora os primeiros movimentos não estejam apontando nesta direção.



7. Informe setorial

7.1. *Negociações ocorridas no Congresso aprimoraram Novo Modelo do setor elétrico*

Em 16 de março de 2004, o presidente da República sancionou os projetos nº 10.848 e 10.847, que, respectivamente, estabelece o novo modelo do setor elétrico e cria a Empresa de Pesquisa Energética (EPE). Apesar da repercussão negativa inicialmente gerada pelo texto apresentado pelo governo, este foi bastante debatido durante o processo de votação, de modo que diversos pleitos encaminhados pelos agentes do setor foram incorporados ao documento sancionado. Inicia-se agora a etapa de regulamentação do setor elétrico pelo Ministério de Minas e Energia (MME) e sua qualidade é que determinará o futuro do novo modelo.

Os principais objetivos almejados pelo novo modelo são a modicidade tarifária, a segurança no abastecimento de energia (através de um planejamento mais eficiente) e a criação de um marco regulatório estável.

O novo modelo propõe que a modicidade tarifária seja obtida através da competição na geração. Os novos projetos do segmento serão definidos através de estudos realizados pela Empresa de Pesquisa Energética (EPE) e serão licitados pela Aneel pelo critério de tarifa mínima através de um cronograma de leilões. A quantidade de energia a ser licitada será definida a partir da soma das demandas de energia previstas pelas distribuidoras. O modelo cria uma estrutura de incentivos para que estas acertem suas previsões e contratem energia com antecedência maior.

O governo argumenta que o novo modelo representa um marco regulatório estável, na medida em que garante a atração de investimentos e sinaliza um cenário de longo prazo aos agentes do setor (com novos contratos de longo prazo).

Finalmente, para minimizar o risco de desabastecimento, o novo modelo amplia a

capacidade de planejamento do Estado, com a criação da EPE e do Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico (CMSE), os quais utilizarão as projeções de demanda efetuadas pelas distribuidoras para planejar a expansão da oferta.

Segundo estudo desenvolvido pela Tendências, o setor elétrico do País necessitará de investimentos anuais médios da ordem de R\$ 20 bilhões entre 2003 e 2012 para evitar o surgimento de gargalos ao crescimento econômico. As fontes de financiamento dividem-se em recursos intra-setoriais – Reserva Geral de Reversão (RGR), Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) e Encargó de Capacidade Emergencial (ECE) –, empréstimos do governo (via BNDES) e capitais de organismos multilaterais. As agências multilaterais e o sistema de financiamento público deverão garantir recursos anuais da ordem de R\$ 9 bilhões.

Deste modo, para que a expansão do setor elétrico ocorra de forma segura e equilibrada, serão necessárias inversões da ordem de R\$ 11 bilhões anuais por parte de investidores privados, quer seja isoladamente, quer seja por meio de parcerias público-privadas.

Apesar dos avanços incorporados ao texto durante a votação no Congresso, questões fundamentais permanecem em aberto e serão objetos da regulamentação posterior a ser conduzida pelo MME. Diante da importância desta etapa de regulamentação e da tecnicidade das medidas a serem implementadas, a participação dos agentes privados nas discussões que definirão o conteúdo dos regulamentos é crucial. O futuro e a longevidade do novo marco regulatório dependerão da qualidade da regulamentação a ser implementada na atual etapa do processo, concluída a aprovação das leis do novo modelo pelo Congresso.



8. Dados básicos e projeções anuais

Atualizada em 02/04/2004.

	2001	2002	2003	2004	2005
PIB					
PIB nominal (US\$ bilhões)	510,4	456,2	493,2	562,4	596,8
População (mil)	172.386	174.633	176.876	179.114	181.341
PIB per capita (US\$)	2.961	2.612	2.788	3.140	3.296
PIB VA pm - (crescimento real)	1,3%	1,9%	-0,2%	4,0%	3,4%
Agropecuária	5,8%	5,5%	5,0%	5,4%	4,9%
Indústria	-0,5%	2,6%	-1,0%	5,2%	3,7%
Serviços	1,8%	1,6%	0,1%	2,8%	2,9%
Investimento (% do PIB)	19,5%	18,3%	18,0%	18,2%	19,8%
Preços					
IPCA (BGE)	7,7%	12,5%	9,3%	6,0%	5,1%
IPC-Fipe	7,2%	9,9%	8,2%	6,0%	5,1%
IGP-M (FGV)	10,4%	25,3%	6,7%	8,1%	6,3%
IPA-M (FGV)	11,9%	33,6%	7,8%	9,3%	6,9%
IPC-M (FGV)	7,7%	11,9%	9,3%	5,9%	5,1%
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%	4,1%	1,3%
Resultado Primário (% do PIB)	3,7%	3,9%	4,3%	4,3%	4,3%
Juros nominais (% do PIB)	6,9%	14,2%	8,0%	8,3%	5,5%
Dívida Líq. do Setor Público (% do PIB)	53,3%	55,5%	58,1%	56,8%	53,6%
Câmbio e Juros					
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,3204	3,5333	2,8892	3,12	3,25
Taxa de câmbio	-18,7%	52,3%	-18,2%	8,0%	4,3%
Juros nominais (média anual)	17,3%	19,1%	23,3%	15,3%	14,0%
Juros reais em dólar	-1,1%	-21,8%	50,8%	6,8%	9,3%
Juros reais (deflator: IPCA)	9,0%	5,8%	12,8%	8,8%	8,5%
Balanco de Pagamentos					
Exportações (US\$ bilhões)	58,2	60,1	73,1	82,8	88,9
Importações (US\$ bilhões)	55,6	47,0	48,5	58,9	69,3
Balança Comercial (US\$ bi)	2,7	13,1	24,6	24,0	19,6
Conta Corrente (US\$ bi)	-23,2	-7,7	4,1	1,3	-3,1
Conta Corrente (% PIB)	-4,6%	-1,7%	0,8%	0,2%	-0,5%
Conta Capital e Financeira (US\$ bi)	27,9	8,9	5,5	3,6	-1,9
Reservas Internacionais (liquidez internac. US\$ bi)	35,9	37,8	49,3	54,2	49,2

* 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>