



03 de março de 2004
020/2004-DG

COMUNICADO EXTERNO

Membros de Compensação, Corretoras Associadas e Operadores Especiais

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



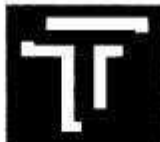
Edemir Pinto
Diretor Geral

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

Março / 2004



Índice

Sumário Executivo	02
1. Situação política e reformas	03
1.1. Caso Waldomiro Diniz dominou cenário político em fevereiro	03
1.2. Caso Waldomiro Diniz não deverá paralisar o Congresso em março	04
2. Nível de atividade e emprego	04
2.1. Apesar de queda no dado anual, PIB apresentou desempenho favorável no final de 2003	04
3. Juros, câmbio e inflação	05
3.1. Turbulências na esfera política reforçaram a tendência de realização nos principais mercados	05
3.2. IPCA deve recuar para 0,40% em março	07
4. Finanças públicas	07
4.1. Estatais federais prejudicam resultado primário de janeiro	07
4.2. Relação dívida/PIB fica estável em janeiro, mas deve iniciar recuo em fevereiro	08
5. Setor externo	09
5.1. Captações de longo prazo superam vencimentos em janeiro	09
6. Internacional	10
6.1. EUA: Divulgações econômicas nos Estados Unidos continuam trazendo boas notícias	10
7. Informe setorial	11
7.1. Confiança do consumidor melhora, mas cenário político é fonte de preocupação	11
8. Dados básicos e projeções anuais	13

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
SERGIO 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

O mês de fevereiro começou com a continuidade da correção de preços após a euforia da primeira quinzena de janeiro, sendo que rumores sobre um suposto pedido de demissão do presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, serviu para acelerar o movimento de ajuste nos preços dos ativos.

No decorrer de fevereiro ganharam relevância as denúncias em relação ao assessor do governo federal, Waldomiro Diniz, que chagaram a tornar concretas as possibilidades de instalação de uma CPI para investigar o caso, o que poderia trazer forte revés ao governo.

Em meio às incertezas relacionadas à instalação de uma CPI e aos rumores de afastamento do ministro José Dirceu, parte do mercado optou pela redução da exposição em Brasil, com reflexos no prêmio de risco que voltou a aproximar-se de 600 bps, após ter atingido um mínimo de cerca de 400 bps. A bolsa de valores foi bastante afetada pelo clima negativo e chegou a cair abaixo dos 21.000 pontos em meados de fevereiro.

No mercado de juros, a nova decisão do Copom de manter a taxa 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.

No médio prazo não há motivos para se trabalhar com cenários de inflação mais negativos. O cenário para o ano mostra-se relativamente tranquilo, tanto pelo canal do câmbio quanto pelo da atividade. A liquidez internacional e o desempenho do balanço de pagamentos indicam relativa estabilidade no mercado cambial. Já a existência de capacidade ociosa em diversos setores, e o espaço para aumento das importações impedem impactos mais fortes sobre a inflação decorrentes da recuperação da demanda. Com isso, câmbio e demanda não poderiam justificar uma alta generalizada e persistente da inflação. Os próximos números de inflação, contudo, ainda não serão favoráveis, sendo

que o IPCA deverá manter o alto patamar de janeiro (0,76%), ficando em 0,75%. Por conta do período de matrículas escolares, o IPCA deve ser pressionado em fevereiro pelo grupo educação, com impacto previsto de 0,32 ponto porcentual no indicador. Já os reajustes previstos de telefonia devem ter impacto de 0,03 ponto porcentual no indicador. Para março, esperamos que o IPCA volte para um patamar de 0,40%.

No campo da atividade foi divulgado o número do PIB de 2003 que registrou queda de 0,2% em 2003 em comparação a 2002, no pior resultado desde 1992. Mas analisando o que está acontecendo na margem, o cenário não parece negativo. Em termos dessazonalizados, o PIB cresceu 1,5% no quarto trimestre de 2003 em comparação ao terceiro trimestre. Anualizando esta taxa, chegamos a um crescimento de 6,1%, evidenciando que o final de 2003 já foi de recuperação econômica. Para 2004, acreditamos na continuidade desta melhora, com o crescimento real alcançando 4,0%.

No que tange às contas externas os resultados continuam favoráveis, principalmente por conta do bom desempenho das exportações que permitiu a geração de um superávit de US\$ 2 bilhões em fevereiro e que permitirá o registro de novo superávit em transações correntes em fevereiro. 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 bilhões, o que decorre de uma projeção excessivamente conservadora para o superávit comercial, de US\$ 20 bilhões para 2004.

A análise setorial deste mês trata dos últimos números referentes ao indicador de confiança do consumidor, o qual apresentou importante reação em janeiro e fevereiro, o que representa um elemento importante para a confirmação do cenário segundo o qual haverá melhoras adicionais nas vendas nos meses à frente.

Relatório elaborado com informações disponíveis até 29/02/2004

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 Diniz dominou cenário político em fevereiro

O principal evento político de fevereiro certamente foi o escândalo Waldomiro Diniz. A posição política do ministro José Dirceu foi fortemente abalada com a divulgação de uma fita de vídeo, na qual o ex-assessor do ministro da Casa Civil negociava contribuições ilícitas para campanhas eleitorais do PT em 2002.

Em tese, um escândalo desse gênero não teria potencial de grande estrago. A atividade ilícita ocorreu enquanto o assessor de Dirceu ocupava um cargo no governo de Rio de Janeiro em 2002, antes, portanto, de assumir um posto no governo federal. Além do mais, o governo contava com o apoio de uma base aliada numerosa, e com a cooperação de lideranças nos partidos de oposição como os senadores Antônio Carlos Magalhães (PFL-BA) e Tasso Jereissati (PSDB-CE) para evitar a instalação de uma CPI que investigasse essas denúncias.

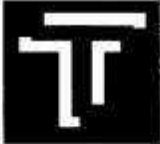
A divulgação do vídeo de Waldomiro Diniz, no entanto, acabou se transformando em uma crise política maior do que era de se esperar. A principal razão, além do fato de que a mídia divulgou novas matérias que investigam o financiamento de campanhas do PT, provém de dentro da bancada do PT no Senado.

Houve uma clara falta de coesão dentro da bancada do PT no Senado, sendo que vários senadores estavam dispostos a assinar a favor de algum tipo de investigação. Devido a essa disposição, a liderança do PT no Senado decidiu apoiar a instalação de uma CPI ampla, que investigasse suspeitas de casos ilícitos de financiamento de campanha entre os partidos de oposição durante o governo FHC. Essa

proposta dificultou tremendamente a tarefa do governo, pois não só perdeu o apoio de senadores no PFL e PSDB que antes não queriam assinar uma CPI, mas também gerou críticas entre os partidos aliados. O fato é que quando os senadores do PT decidirem adotar uma postura contrária à defesa proposta pelo governo, não haverá partido aliado que defenda a posição do governo sozinho. Conseqüentemente, o PT do Senado criou as condições políticas para que o senador Magno Malta (PL-ES) reunisse 32 assinaturas para a abertura de uma CPI que investigue a indústria do Bingo.

O ponto a reconhecer, portanto, é que o próprio PT contribuiu para uma situação em que os custos políticos de evitar a instalação de uma CPI aumentaram tremendamente. É verdade que o presidente do Senado poderá agir a favor do governo e barrar a instalação da CPI do Bingo já na Mesa do Senado. Mas se os senadores do PT criticarem tal postura, essa alternativa não será viável. Novamente, o principal obstáculo do governo encontra-se no PT.

Nesse contexto, o feriado de Carnaval veio em boa hora para o governo. Com uma grande falta de coordenação entre a bancada do PT no Senado e o Planalto, com o recesso legislativo a cúpula do PT e o núcleo duro do governo teve tempo para articular uma estratégia mais coesa. O governo, por exemplo, acabou editando uma medida provisória fechando todos os bingos do País. Politicamente, essa medida é positiva para o governo, pois amarra a crise a uma ampla discussão sobre a indústria do bingo.



1.2. Caso Waldomiro Diniz não deverá paralisar o Congresso em março

Em março o governo irá continuar efetuando esforços para controlar a tentativa de instalação de uma CPI. Nesse caso, o ministro José Dirceu deve permanecer no cargo, e a agenda legislativa no Congresso terá pequenos retrocessos.

Note-se, contudo, que mesmo a instalação de uma CPI dos bingos não seria catastrófica para o governo. Por ser uma CPI proposta por um partido aliado, o governo terá como influenciar tanto a indicação do presidente como a do relator da CPI, postos-chaves que influenciam os rumos de sua investigação. Na prática, portanto, é possível que a CPI não gerasse uma dinâmica muito negativa para o governo, e as investigações na comissão se transformassem em um desgaste contínuo para o governo.

No que diz respeito à agenda legislativa do

governo, não trabalhamos com um cenário de paralisação decisória no Congresso. Se o caso de Waldomiro Diniz vier a afetar negativamente o trabalho legislativo, isso tende a ocorrer com projetos mais complexos como a reforma do Judiciário e a reforma sindical. Projetos como o da PPP, que se encontra na Câmara dos Deputados, e o da Lei de Falências, e as MPs do setor de energia, que se encontram no Senado, devem ter prosseguimento. O projeto que definirá o novo marco regulatório pode ser o principal item a sofrer revés na agenda microeconômica. A razão é que o Executivo ainda não enviou esse projeto de lei para o Congresso, e à medida que o governo concentra seus esforços para conter uma crise política, a Casa Civil terá uma capacidade menor de coordenar a finalização desse projeto de lei.

2. Nível de atividade e emprego

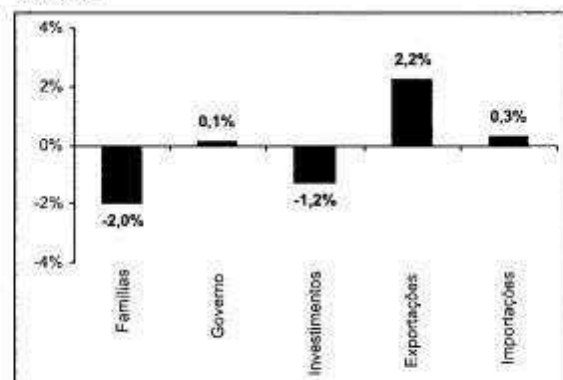
2.1. Apesar de queda no dado anual, PIB apresentou desempenho favorável no final de 2003

O PIB recuou 0,2% em 2003 em comparação a 2002. Pelo lado da oferta, o resultado teve comportamento bem diferenciado: a agropecuária cresceu 5,0%, o setor de serviços recuou 0,1% e a indústria caiu 1,0%. Pelo lado da demanda, os itens que puxaram o PIB para cima foram as exportações, que cresceram 14,2%, as importações, que entram com sinal negativo e recuaram 1,9%, e os gastos do governo, que cresceram 0,6%. Já os itens que puxaram o PIB para baixo foram os investimentos, que caíram 6,6%, e o consumo das famílias, que caiu 3,3%.

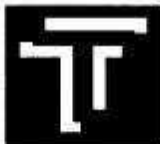
Por estes números, vemos que o PIB só não caiu mais em 2003 pelo excelente resultado do setor externo. O setor externo teve contribuição de 2,5 pontos percentuais no PIB, sendo que somente as exportações produziram um impacto de 2,2 pontos percentuais. Desta forma, a absorção interna teve uma contribuição negativa de 2,7 pontos percentuais,

sendo a maior parcela referente ao consumo das famílias, contribuindo negativamente com 2,0 pontos percentuais (figura).

Figura: Contribuição no crescimento de 2003 pela ótica da demanda



Fonte: IBGE (elaboração Tendências)



De qualquer forma, o resultado anual foi muito ruim, o pior desde 1992. Entretanto, analisando o que está acontecendo na margem, o cenário não parece tão negativo. Em termos dessazonalizados, o PIB cresceu 1,5% no quarto trimestre de 2003 em comparação ao terceiro trimestre. Anualizando esta taxa, chegamos a um

crescimento de 6,1%. Graficamente (figura 2) podemos ver que a economia teve um comportamento em "V" ao longo de 2003, com um primeiro semestre muito ruim mas com um segundo semestre bom. Deste modo, o pior já passou e podemos dizer que a economia está entrando em trajetória de crescimento.

3. Juros, câmbio e inflação

3.1. Turbulências na esfera política reforçaram a tendência de realização nos principais mercados

O mês de fevereiro começou com a continuidade da correção de preços após a euforia do início de janeiro. O movimento de correção, que impactou primeiramente o prêmio de risco da dívida externa brasileira foi impulsionado pelo sinal do Fed de que o início da alta dos juros nos EUA poderia estar se aproximando e pelas incertezas no campo da inflação e taxa de juros domésticas derivadas da preocupante ata da reunião do Copom de janeiro divulgada pelo Banco Central, sendo que rumores sobre um suposto pedido de demissão do presidente Henrique Meirelles serviu para acelerar o movimento de ajuste nos preços dos ativos.

No decorrer de fevereiro ganharam relevância as denúncias em relação ao assessor do governo federal, Waldomiro Diniz, que chagaram a tornar concretas as possibilidades de instalação de uma CPI para investigar o caso, o que poderia trazer forte revés ao governo.

Em meio às incertezas relacionadas à instalação de uma CPI e aos rumores de afastamento do ministro José Dirceu, parte do mercado optou pela redução da exposição em Brasil, com reflexos no prêmio de risco que voltou a aproximar-se de 600 bps, após ter atingido um mínimo de cerca de 400 bps. A bolsa de valores foi bastante afetada pelo clima negativo e chegou a cair abaixo dos 21.000 pontos em meados de fevereiro.

No mercado de juros, a nova decisão do Copom de manter a taxa 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.

O mercado de câmbio até que sofreu pouco em fevereiro, tendo em vista a correção que já havia ocorrido no final de janeiro a partir do grande volume de compras de divisas por parte do Banco Central. De fato, em fevereiro o Banco Central ficou praticamente ausente do mercado de câmbio, que esteve de fato muito menos líquido do que em janeiro. Em março, contudo, é provável que o Banco Central volte a atuar, tendo em vista um cenário mais favorável para o fluxo cambial.

1.1. Juros

Sem surpresas na decisão do Copom, com manutenção da Selic em 16,5%, as expectativas foram mais afetadas com a divulgação da ata de fevereiro.

A interpretação de boa parte dos analistas foi de que a postura do Banco Central e os cenários de inflação indicam que dificilmente há espaço para cortes antes de abril. Apesar de ser claro que o Banco Central mantém elevada aversão ao risco, alguns pontos merecem destaque no que diz respeito ao cenário de inflação de curto e médio prazo.

No médio prazo não há motivos para se trabalhar com cenários de inflação mais



negativos. O cenário de inflação para o ano mostra-se relativamente tranquilo, tanto pelo canal do câmbio quanto pelo da atividade. O cenário de liquidez internacional e o desempenho do balanço de pagamentos indicam relativa estabilidade no mercado cambial. Já a existência de capacidade ociosa em diversos setores e o espaço para aumento das importações impedem impactos mais fortes sobre a inflação decorrentes da recuperação da demanda. Com isso, câmbio e demanda não poderiam justificar uma alta generalizada e persistente da inflação.

A ameaça ao cumprimento de metas, no entanto, poderia vir pelo canal das expectativas. Caso os agentes percebam que o Banco Central não está comprometido com o cumprimento de metas, os movimentos de repasses de custos e recomposição de margens poderão ganhar maior fôlego, inviabilizando de fato o cumprimento das metas. Neste caso, ficará claro um cenário em que a inflação não seguirá uma trajetória de convergência às metas em 2004 e 2005.

É neste contexto que podem ser entendidas as atas de janeiro e fevereiro. O Banco Central tem sido bastante duro nos sinais de condução de política monetária. Não porque atribua probabilidade elevada a um quadro de inflação alta e persistente, mas porque sua postura influencia a própria trajetória de convergência da inflação.

A hipótese de continuidade de flexibilização da política monetária nos próximos meses, portanto, pode ser mantida, até mesmo porque a manutenção de juros em 16,5% nos próximos meses, dado um câmbio estável ao redor de R\$ 2,9/US\$, resultaria em inflação abaixo da meta neste ano. O *timing* de novos cortes, no entanto, irá depender da postura do Banco Central em querer aguardar uma clara consolidação do quadro inflacionário. Os primeiros sinais de que a inflação deverá voltar a convergir às metas devem surgir nas próximas semanas, o que abriria algum espaço para nova flexibilização da política monetária já em março. Mas um Banco Central mais cauteloso poderá esperar a consolidação das informações mais favoráveis, especialmente

para os núcleos da inflação, podendo retardar em um mês uma nova redução das taxas de juros.

1.2. Inflação

O resultado do IPCA-15 de fevereiro passou de 0,76% no fechamento de janeiro, para 0,90%. Esta forte elevação de 0,14 ponto percentual está associada à metodologia de cálculo do IBGE, que incorpora todo o impacto dos reajustes de mensalidades de fevereiro no resultado do IPCA-15. Somado a isso, houve a pressão do grupo alimentação, que permaneceu elevada (0,65%) por conta principalmente da alta nos preços do feijão e de algumas carnes. Por outro lado, o grupo vestuário registrou deflação no período (-0,11%). Houve desaceleração no grupo habitação em virtude da redução dos impactos dos reajustes de energia elétrica ocorridos em janeiro. Dentro dos combustíveis, o álcool continuou em trajetória de queda (1,2%) e a gasolina registrou ligeira aceleração, de 0,6% ante 0,5%.

O núcleo por exclusão de administrados e alimentação mostrou forte aceleração - de 1,07%, ante 0,76% no IPCA-15 de janeiro. Esta elevação já era esperada em virtude de este tipo de núcleo não excluir educação, a principal pressão de alta do período. Por outro lado, os núcleos por médias aparadas recuaram. O núcleo com suavização passou de 0,76% no resultado do IPCA-15 de janeiro para 0,63% e o sem suavização, de 0,66% para 0,59%. Esta trajetória de queda deve se acentuar nos próximos resultados.

O resultado do IGP-M de fevereiro (0,69%) mostrou um recuo de 0,19 ponto percentual em relação a janeiro (0,88%). Apesar da queda, o resultado não deve ser considerado favorável. O recuo na taxa de variação do IPA, 0,79% ante 0,98%, só foi possível pela deflação de 1,27% nos produtos agrícolas, já que os produtos industriais seguiram fortemente pressionados (1,61%) neste resultado.

O IPC mostrou forte recuo de 0,31 ponto percentual. Contudo, por estar ainda sob forte influência dos reajustes na educação e a sazonalidade



de alguns produtos agrícolas, o IPC manteve um patamar ainda elevado (0,53%). Outro destaque foi a desaceleração na taxa de variação da gasolina, que saiu de 1,17% no resultado da primeira prévia para 0,79% no fechamento de fevereiro. O INCC (0,48%) seguiu comportado neste resultado.

De fato, o ponto mais importante do resultado do IGP-M de fevereiro foi o desempenho do IPA industrial. A análise da evolução recente do IPA industrial permite observar uma trajetória de alta estabelecida a partir de dezembro. O IPA-DI fechou dezembro em 0,80%, ficou em 1,20% em janeiro e deve fechar fevereiro próximo a 1,65%. Em um primeiro momento (dezembro e janeiro) esta

elevação foi puxada pela alta, principalmente, de commodities internacionais (aço) e resinas. Quando comparamos a evolução na série encadeada do núcleo do IPA industrial que exclui combustíveis e alimentos com um núcleo que também exclui metalurgia e resinas notamos que ambos tiveram trajetórias opostas no período. Já no segundo momento (fevereiro) notamos que o núcleo que exclui alimento e combustíveis ainda sobe no resultado do IPA-10, mas fica estável no resultado do IPA-M, ao passo que o núcleo que exclui resinas e metalurgia entra em trajetória de forte ascensão. Isto significa que a elevação do IPA industrial em fevereiro não está associada à alta das commodities.

3.2. IPCA deve recuar para 0,40% em março

Em fevereiro a inflação deverá manter o alto patamar de janeiro (0,76%) e ficando em 0,75%. Por conta do período de matrículas escolares, o IPCA deve ser pressionado em fevereiro pelo grupo educação, com impacto previsto de 0,32

ponto percentual no indicador. Já os reajustes previstos de telefonia devem ter impacto de 0,03 ponto percentual no indicador. Para 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	Mar/04
IPCA (IBGE)	9,2%	6,0%*	0,76%	0,75%*	0,40%*
IPC (FIPE)	8,1%	6,0%*	0,65%	0,25%*	0,30%*
IPC-M (FGV)	9,3%	6,0%*	0,84%	0,53%	0,38%*
IGP-M (FGV)	8,6%	6,7%*	0,88%	0,69%	0,40%*

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

4. Finanças públicas

4.1. Estatais federais prejudicam resultado primário de janeiro

O superávit primário do setor público consolidado em janeiro foi de R\$ 6,9 bilhões, resultado R\$ 1,5 bilhão inferior ao de janeiro de

2003 e também abaixo das expectativas do mercado. O resultado menos favorável do superávit primário decorreu do grande déficit



das estatais federais, que atingiu R\$ 2,6 bilhões (também R\$ 1,5 bilhão pior do que o verificado no mesmo mês de 2003).

Não se pode atribuir o pior resultado das estatais na comparação com 2003 ao maior pagamento de tributos e *royalties*, tendo em vista que estes, embora elevados, foram menores do que os registrados em 2003. Parece mais provável que a deterioração do resultado das estatais federais decorra de maiores gastos com investimentos (que foram relativamente contingenciados no final de 2003).

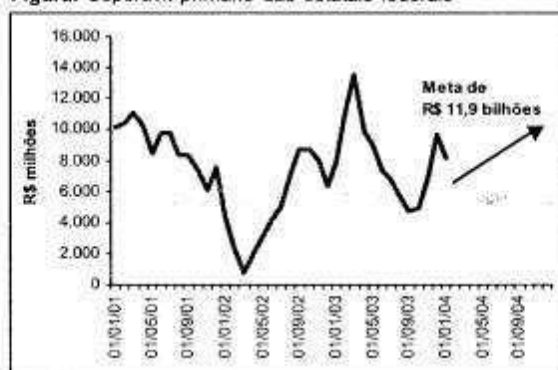
De fato, no último bimestre de 2003, o superávit primário gerado pelas estatais federais atingiu R\$ 5,6 bilhões, o que provavelmente envolveu algum grau de represamento de investimento de forma a melhorar o resultado primário no ano (note-se que ainda assim as estatais federais não cumpriram a meta). Passado o compromisso com o resultado de 2003, é provável que as estatais federais, particularmente a Petrobras, que tem investimentos orçados de R\$ 16,2 bilhões, tenham ampliado os investimentos.

Note-se que com o déficit de janeiro, as estatais precisam gerar um superávit de R\$ 14,5 bilhões nos próximos 11 meses para atingir a meta orçamentária de 2004. A geração de tal

superávit não é impossível, tendo em vista a volatilidade dos resultados dessas empresas (figura), mas como em 2003 a meta anual não foi cumprida, o resultado precisa ser monitorado.

Também é fato que o resultado primário de janeiro não é baixo em termos absolutos, pois a meta do primeiro trimestre assumida junto ao FMI é de superávit de R\$ 14,5 bilhões, o que significa um superávit médio de R\$ 3,8 bilhões entre fevereiro e março, que nos parece mais do que razoável, ou seja, o cumprimento da meta do primeiro trimestre parece tranquilo.

Figura: Superávit primário das estatais federais



Fonte: Banco Central.

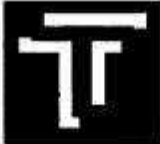
4.2. Relação dívida/PIB fica estável em janeiro, mas deve iniciar recuo em fevereiro

Quanto à relação dívida líquida do setor público sobre PIB, o resultado de janeiro ficou estável em relação a dezembro, com a dívida mantendo-se no patamar de 58,1% do PIB, a despeito da pequena desvalorização cambial entre final de dezembro e final de janeiro.

Já em fevereiro, tendo em vista uma pequena apreciação cambial com relação ao final do mês anterior (próxima a 1%), a relação

dívida/PIB deverá registrar pequena queda, passando a 57,5% do PIB.

Considerando uma relativa estabilidade da taxa de câmbio nos próximos meses, a relação dívida líquida/PIB deve apresentar quedas graduais até meados do ano, aproximando-se de 56% do PIB até meados do ano caso não haja sobressaltos no câmbio e/ou incorporação de esqueletos.



5. Setor externo

5.1. Captações de longo prazo superam vencimentos em janeiro

1.1. Transações correntes

O resultado do saldo em conta corrente de janeiro foi bastante positivo, atingindo superávit de US\$ 669 milhões, bem melhor que o resultado 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 elevar-se, 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

Do lado da conta capital e financeira, o resultado de janeiro foi bastante positivo, principalmente pelo ingresso de capitais de longo prazo.

O volume de rolagens dos vencimentos privados de médio e longo prazo em janeiro foi de 107%, vale dizer, os ingressos de recursos de médio e longo prazo superaram em 7% o total de vencimentos do período. Tal resultado é o melhor desde abril de 2003.

Considerando apenas os bônus, *notes*, *commercial papers* e empréstimos diretos, a

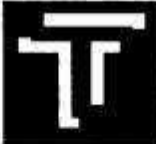
taxa de rolagem dos vencimentos privados atingiu 234%, número bastante positivo.

Tal resultado explicita as razões para o bom comportamento do mercado cambial em janeiro, posto que além da rolagem elevada dos vencimentos privados, os investimentos diretos estrangeiros ainda atingiram US\$ 993 milhões.

De forma geral, não há estímulo para ingresso de capitais de curto prazo, dado o reduzido espaço para operações de arbitragens. Por outro lado, o crédito comercial de curto prazo continua em expansão.

Foram esses os influxos que permitiram que o Banco Central adquirisse US\$ 2620 milhões no mercado cambial privado, número explicitado na nota para a imprensa. Essas compras, juntamente com a captação da República de US\$ 1,5 bilhão, elevaram as reservas internacionais líquidas ajustadas para US\$ 21,5 bilhões, o nível mais elevado desde agosto de 2002.

Os números preliminares para o fluxo cambial de fevereiro mostram que o ingresso de capitais neste mês será bem menos favorável do que o registrado em janeiro. A taxa de rolagem deverá voltar a ficar abaixo de 100%, e os investimentos diretos, mais próximos a US\$ 700 milhões. De todo modo, o mês deve encerrar com "sobras" no mercado cambial privado não financeiro, o que significará nova redução da posição vendida dos bancos. Isso significa que em um provável cenário mais favorável em março, o Banco Central deverá voltar a efetuar compras de divisas no mercado privado, sem gerar pressões sobre a taxa de câmbio.



6. Internacional

6.1. EUA: Divulgações econômicas nos Estados Unidos continuam trazendo boas notícias

As divulgações econômicas nos Estados Unidos continuaram trazendo boas notícias, que vão desde aquecimento da atividade a quadro inflacionário ainda confortável.

O destaque de fevereiro foi o dado de produção industrial referente a janeiro, que se apresentou dentro do esperado, registrando crescimento de 0,8% em relação a dezembro e 2,3% em relação a janeiro de 2003. A utilização da capacidade produtiva elevou-se de 75,6% em dezembro para 76,2% em janeiro. Desde junho de 2003, quando a produção industrial registrou queda de 1,5% na comparação anual, a trajetória vem sendo de recuperação significativa. A forte queda nos estoques nas empresas e as expectativas de aumento das exportações americanas, em meio à continuidade da desvalorização do dólar, têm sido responsáveis pela recuperação da produção industrial.

No mercado de trabalho, as notícias são também positivas. Vale lembrar que o último relatório de emprego (janeiro) mostrou que a taxa de desemprego recuou mais um pouco, para 5,6%, e o número de vagas criadas na indústria foi da ordem de 112 mil empregos, contra 1 mil em dezembro. Os dados semanais de pedidos de auxílio-desemprego também vêm corroborando uma melhora nas condições do mercado de trabalho norte-americano. A média móvel do número de solicitações em quatro semanas sustenta-se ao redor de 350 mil, patamar do início de 2001. A trajetória de queda sustentada pelo indicador ao longo dos últimos meses não deixa de evidenciar que as condições do mercado de trabalho norte-americano são mais positivas. A redução no ritmo de demissões pelas empresas americanas explica boa parte da performance recente.

No campo inflacionário, o índice de preços ao consumidor referente a janeiro apresentou-se

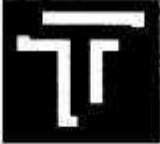
mais pressionado que o esperado (0,5%) em função principalmente da alta nos preços de energia (4,7%). O núcleo, que exclui energia e alimentação, registrou alta de 0,2%, contra 0,1% em dezembro. De forma geral, o índice de preços ao consumidor continua se sustentando em patamares muito confortáveis. Na comparação anual, o índice cheio apresenta alta de 1,9%, enquanto o núcleo permanece em 1,1%, oferecendo espaço para o Fed manter a atual política monetária por alguns meses.

Ainda no campo econômico, o único indicador que causou certa estranheza foi o de confiança do consumidor do Conference Board referente a fevereiro. O dado recuou de 96,4 pontos em janeiro para 87,3 pontos em fevereiro, refletindo uma piora significativa na avaliação das condições correntes e nas expectativas para os próximos seis meses.

A despeito da sustentação dos bons resultados nos indicadores de atividade e de nenhuma alteração significativa no ritmo de criação de empregos na economia nos últimos meses, o pessimismo dos agentes elevou-se consideravelmente. Dada a ausência de mudanças no cenário econômico, pode-se listar o ambiente político como possível candidato para explicar este resultado mais fraco.

O destaque que a mídia tem dado ao processo eleitoral nos Estados Unidos tem naturalmente salientado as críticas do Partido Democrata ao ambiente econômico, em especial ao ritmo lento no processo de criação de empregos. Este debate pode estar contaminando a confiança dos consumidores no curto prazo, ainda que dificilmente possa ser tomado como um processo permanente.

Ainda pode-se dizer que o dado do Conference Board não pode ser tomado com uma tendência definida do comportamento do consumidor para



os próximos meses. É mais prudente esperar novas divulgações antes de uma análise definitiva.

Nos mercados, os impactos das divulgações foram tênues. Ainda não há sinais de que novos movimentos de altas sustentadas devam prevalecer nos preços das ações norte-americanas ao longo dos próximos dias. Vale notar que os índices Dow Jones e Nasdaq parecem ter encontrado uma clara resistência nos patamares de 10.700 pontos e 2.100 pontos, respectivamente.

As expectativas otimistas para a economia americana ao longo deste ano, reforçadas pelas divulgações econômicas recentes, não têm incentivado os agentes de mercado a elevarem

seu apetite por ações. A desvalorização contínua do dólar e as expectativas em relação à decisão do Fed devem estar pesando sobre as expectativas dos agentes no que diz respeito a investimentos em ações, o que pode explicar esta falta de ânimo recente dos agentes.

O mesmo pode-se dizer para o mercado de títulos públicos que também não tem apresentado movimentos muito relevantes no último mês. A taxa de juros dos papéis de 10 anos – importante ativo de referência para operações no mercado americano – tem se sustentado ao redor de 4,0%, com a interpretação corrente de que o Fed ainda tem espaço para sustentar a taxa de juros baixa pelo menos durante este primeiro semestre de 2004.

7. Informe setorial

7.1. Confiança do consumidor melhora, mas cenário político é fonte de preocupação

A confiança do consumidor apresentou importante reação em janeiro e fevereiro, o que representa um elemento importante para a confirmação do cenário segundo o qual haverá melhoras adicionais nas vendas nos meses à frente. Contudo, não está descartada a hipótese de a deterioração do cenário político comprometer este avanço.

O Índice de Intenção do Consumidor (IIC), pesquisado pela Fecomércio-SP, relativo a fevereiro, praticamente repetiu o resultado de janeiro, mantendo-se no maior nível da série, disponível desde março de 1999.

A confiança de janeiro e fevereiro, que alcançou 127 pontos de uma escala de 0 a 200, contra 111 pontos na média de 2003, mostra que aumentou significativamente o número de consumidores otimistas, tendo em vista que a linha divisória desta percepção é dada pelo nível 100.

Como contraponto, embora seja difícil isolar

o efeito das decisões do Copom sobre a confiança dos consumidores, é possível que todo o mau humor causado pela interrupção do recuo da taxa Selic tenha impedido uma melhora adicional na confiança em fevereiro.

De qualquer modo, cabe registrar que pela primeira vez desde fevereiro de 2001, o Índice de Intenções Atuais (IIA) ultrapassou a barreira dos 100 pontos. Em janeiro e fevereiro, o IIA alcançou 101 pontos, enquanto o IIF (Índice de Intenções Futuras) alcançou 144 pontos.

O cenário de expansão real nas concessões de crédito a pessoas físicas neste ano, de 10% na expectativa da Tendências, reforça este cenário de melhoria das vendas. O crescimento esperado na ponta, dado pela variação do quarto trimestre de 2004 em relação ao correspondente período de 2003, é de 6,5%.

Apesar de o cenário ser de expansão, as concessões de crédito a pessoas físicas



recuaram em janeiro, após registrarem expansão ao longo de todo o segundo semestre.

Este resultado não deve ser visto, contudo, como uma indicação de refluxo da tendência de recuperação do crédito no País. A medida que o volume de concessões distancia-se do "fundo do poço" registrado em meados de abril de 2003 e retorna aos picos da série, como se verificou em dezembro último, é natural que a evolução mês a mês deixe de ilustrar uma tendência linear de expansão.

Tomando-se os dados de novas concessões de crédito, divulgados pelo Banco Central, o resultado de janeiro registrou decréscimo de 5% frente ao mês anterior, considerando dados deflacionados e dessazonalizados.

Pode-se notar, porém, que as concessões de crédito passaram a operar em outro patamar. O nível de liberações de janeiro é praticamente igual aos observados em outubro e novembro e está 5% acima da média do primeiro semestre de 2003.

Apesar da melhora dos fundamentos econômicos, um elemento que merece ser acompanhado de perto é o cenário político

nacional, em face das recentes denúncias de participação de importantes integrantes do PT em esquemas de arrecadação de verbas do jogo (loterias, bingos e jogo do bicho) para as eleições de 2002.

O grau de imprevisibilidade que cerceia situações como essa, reforçado pela possível instalação de CPIs no Congresso pode comprometer o avanço de importantes projetos do governo, notadamente os mais complexos e polêmicos. Além disso, o Executivo pode finalmente sofrer um duro golpe em sua popularidade, até então pouco abalada por um ano inteiro de atividade econômica estagnada e renda real em queda.

Conseqüentemente, caso estes episódios não sejam rapidamente superados, os índices de confiança do consumidor podem sofrer abalos nos próximos meses, o que pode levar a uma evolução do crédito inferior a do cenário descrito acima.

Em resumo, o quadro político deve ser acompanhado de perto dado que o cenário positivo traçado corre o risco de ser revertido, embora seja pouco provável que isto aconteça.



8. Dados básicos e projeções anuais

Atualizada em 27/02/2004.

	2001	2002	2003	2004	2005
PIB					
PIB nominal (US\$ bilhões)	510,4	456,2	506,0	573,5	595,3
População (mil)	172.386	174.633	176.876	179.114	181.341
PIB per capita (US\$)	2.961	2.612	2.861	3.202	3.283
PIB VA pm - crescimento real					
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)	19,4%	18,3%	17,6%	18,8%	20,0%
Preços					
IPCA (IBGE)	7,7%	12,5%	9,3%	6,1%	5,3%
IPC-Fipe	7,2%	9,9%	8,2%	6,1%	5,3%
IGP-M (FGV)	10,4%	25,3%	8,7%	7,8%	7,0%
IPA-M (FGV)	11,9%	33,6%	7,6%	8,9%	7,9%
IPC-M (FGV)	7,7%	11,9%	9,3%	5,8%	5,8%
Emprego e Salários					
Taxa de desemprego (30 dias - IBGE)*	6,8%	7,9%	9,2%	9,6%	9,4%
Massa real de rendimentos (% anual)	-3,1%	-1,8%	-13,7%	6,9%	
Setor Público					
Déficit nominal (% do PIB)	5,2%	10,3%	3,7%	4,0%	1,8%
Resultado Primário (% do PIB)	3,7%	3,9%	4,3%	4,3%	4,0%
Juros nominais (% do PIB)	8,9%	14,2%	8,0%	8,3%	5,8%
Dívida Líq. do Setor Público (% do PIB)	53,3%	55,5%	58,1%	56,8%	54,0%
Câmbio e Juros					
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	2,3204	3,5333	2,8892	3,12	3,31
Taxa de câmbio	18,7%	52,3%	-18,2%	8,0%	6,0%
Juros nominais (média anual)	17,3%	19,1%	23,3%	15,4%	14,0%
Juros reais em dólar	-1,1%	-21,8%	50,8%	6,9%	7,6%
Juros reais (deflator: IPCA)	9,0%	5,8%	12,8%	8,8%	8,3%
Balanco de Pagamentos					
Exportações (US\$ bilhões)	58,2	60,1	73,1	82,4	88,5
Importações (US\$ bilhões)	55,6	47,0	48,3	58,2	63,3
Balança Comercial (US\$ bi)	2,7	13,1	24,8	24,2	25,3
Conta Corrente (US\$ bi)	-23,2	-7,7	4,1	1,3	2,6
Conta Corrente (% PIB)	-4,6%	-1,7%	0,8%	0,2%	0,4%
Conta Capital e Financeira (US\$ bi)	27,9	12,0	5,5	3,7	-7,8
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