

Relatório de Inflação

ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 4	n. 1	mar	2002	P. 1 - 170
-----------------------	----------	------	------	-----	------	------------

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto 3.088, de 21.6.1999

Os textos e os correspondentes quadros estatísticos e gráficos são de responsabilidade dos seguintes componentes:

Departamento Econômico (Depec) e
(e-mail: depec@bcb.gov.br)

Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)
(e-mail: conep.depep@bcb.gov.br)

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, Volume 4, nº 1.

Controle Geral de Assinaturas

Banco Central do Brasil
Demap/Disud/Subip
SBS - Quadra 3 - Bloco B
Ed. Sede - 2ºss
Caixa Postal 8670
70074-900 - Brasília (DF)
Telefone (55.61) 414-3165
Fax (55.61) 414-1359

Tiragem: 1.200 exemplares

Convenções Estatísticas

... dados desconhecidos.
- dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
0 ou 0,0 menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
* dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-75) indica o total de anos, inclusive o primeiro e o último.

A barra (/) utilizada entre anos (1970/75) indica a média anual dos anos assinalados, inclusive o primeiro e o último, ou ainda, se especificado no texto, ano-safra, ou ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamentos.

Não são citadas as fontes dos quadros e gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Central de Informações do Banco Central do Brasil

Endereço: Secre/Surel/Dinfo
Edifício-Sede, 2º subsolo
SBS - Quadra 3, Zona Central
Telefones: (61) 414 (...) 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406
DDG 0800 992345
FAX (61) 321 9453
70074-900 - Brasília (DF)
Internet: <http://www.bcb.gov.br>
E-mail: cap.secre@bcb.gov.br

Índice

Apresentação	5
Sumário Executivo	7
1 - Nível de atividade	9
1.1- Vendas no varejo	9
1.2- Estoques	13
1.3- Produção e PIB	14
1.3.1- Produção industrial	14
1.3.2- Produção agropecuária	18
Lavouras	18
Pecuária	20
1.3.3- Mercado de trabalho	20
Emprego	20
Rendimentos	23
1.3.4- Custo unitário do trabalho e produtividade na indústria de transformação	24
1.3.5- Produto Interno Bruto (PIB)	25
1.4- Investimento e capacidade de produção	27
1.5- Conclusão	30
2 - Preços	33
2.1- Índices gerais	33
2.2- Índices de preços ao consumidor	34
Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)	34
2.3- Preços administrados	36
2.4- Expectativas de mercado	37
2.5- Conclusão	38
3 - Políticas creditícia, monetária e fiscal	39
3.1- Crédito	39
Distribuição setorial e qualidade do crédito	46
3.2- Política monetária	49
Agregados monetários	49
Títulos públicos federais	52
Taxa de juros real e expectativas de mercado	56
Mercado de capitais	58
Aplicações financeiras	59

3.3-	Política fiscal	61
	Necessidades de financiamento do setor público (NFSP)	63
	Dívida líquida do setor público e dívida bruta de governos	64
	Dívida mobiliária federal	65
3.4-	Conclusão	65
4-	Economia internacional	67
4.1-	Estados Unidos	68
4.2-	Japão	71
4.3-	Área do Euro	74
4.4-	Economias emergentes	77
4.4.1-	Economias asiáticas	77
	China	77
	Coréia do Sul	78
4.4.2-	Rússia	79
4.4.3-	Turquia	80
4.4.4-	América Latina	82
	Argentina	82
	México	86
	Chile	87
4.5-	Mercado financeiro internacional	89
4.6-	Petróleo	91
4.7-	Conclusão	93
5-	Setor externo	95
5.1-	Comércio de bens	95
5.2-	Serviços e rendas	100
5.3-	Conta financeira	101
5.4-	Conclusão	104
6-	Perspectivas para a inflação	105
6.1-	Determinantes da inflação	106
6.2-	Cenário principal: pressupostos e riscos associados	109
6.3-	Previsão da inflação	112
	Anexos	118
	Medidas de política econômica	153
	Apêndice	163

Apresentação

O Relatório de Inflação é uma publicação trimestral do Banco Central do Brasil, que tem como objetivo avaliar o desempenho do regime de metas para a inflação e delinear um cenário prospectivo sobre o comportamento dos preços, explicitando as condições das economias nacional e internacional que orientaram as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) com relação à condução da política monetária.

Este relatório é constituído de seis capítulos: Nível de atividade; Preços; Políticas creditícia, monetária e fiscal; Economia internacional; Setor externo; e Perspectivas para a inflação. Com relação ao nível de atividade, são analisadas a evolução das vendas no varejo, estoques, produção, mercado de trabalho e investimento. No capítulo seguinte, a análise sobre o comportamento dos preços focaliza os resultados obtidos no trimestre em função das decisões de política monetária e das condições reais da economia que independem da ação governamental. No capítulo relativo a políticas creditícia, monetária e fiscal, a análise centra-se no desempenho do crédito e do mercado financeiro, assim como na execução orçamentária. No capítulo sobre economia internacional, apresenta-se uma análise do desempenho das principais economias, procurando identificar as condições que possam influenciar a economia brasileira, notadamente nas suas relações com o exterior. Em seguida, o capítulo sobre o setor externo enfoca a evolução das transações econômicas com o exterior, com ênfase no resultado comercial e nas condições de financiamento externo. Finalmente, analisam-se as perspectivas para a evolução da inflação.

Sumário executivo

A evolução do nível de atividade econômica indica que, embora moderado, o ritmo de crescimento da economia se mantém. A produção industrial apresenta recuperação desde novembro, respaldada pelo aumento da confiança dos empresários e consumidores e o fim dos efeitos restritivos da crise de energia sobre a produção da indústria. O investimento cresce a taxas positivas mas declinantes, enquanto o consumo aumenta lentamente, beneficiado pela melhora das expectativas e redução da taxa de juros.

Entretanto, a queda dos rendimentos reais do trabalho e a contenção do crédito são fatores que podem limitar o crescimento da economia, embora permitam que a recuperação ocorra sem pressões de demanda sobre a inflação.

De acordo com o cenário básico, o PIB deve crescer 2,5% em 2002.

A balança comercial brasileira continua superavitária, reflexo do declínio mais intenso das importações. A retração da economia mundial e as dificuldades econômicas enfrentadas pela Argentina têm tido impacto negativo sobre as exportações brasileiras. No entanto, indicadores sugerem uma recuperação mundial mais forte e uma diversificação de mercados para os produtos brasileiros que contribuirá para atenuar a retração das vendas externas a alguns parceiros comerciais. A manutenção do câmbio no atual patamar e a recuperação da economia mundial contribuirão para o melhor desempenho do setor externo. A captação de recursos tem sido suficiente para financiar os pagamentos externos, o que resulta em baixa volatilidade da taxa de câmbio.

A partir das hipóteses contidas no cenário básico, projetou-se a trajetória para a inflação até o final de 2003. Ela declina continuamente, atingindo 4,4% neste ano e 2,8% no próximo. No Relatório passado, as projeções para 2002 e 2003 eram de 3,7% e 2,5%, respectivamente. Contribuíram

para essa revisão as novas projeções para os preços administrados por contrato e monitorados e a menor inclinação da estrutura a termo da taxa de juros.

Para o conjunto dos administrados, com peso de 30,5% no IPCA de fevereiro, prevê-se uma inflação de 6,8% e de 4,5% em 2002 e 2003, representando aumentos de 1,3 p.p. e 1,4 p.p. em relação ao último Relatório. Para 2002, contribuem para essa revisão uma queda menor no preço da gasolina e do óleo diesel e um maior aumento do gás de cozinha. Para 2003, a revisão para cima dos preços administrados deveu-se, basicamente, a uma maior proporção de preços administrados cujo reajuste é projetado com base em hipóteses específicas. Para os preços livres, que correspondem a cerca de 70% do IPCA, projeta-se um crescimento de 3,4% em 2002 e de 2,1% em 2003. Dessa forma, projeta-se uma reduzida inflação de preços livres em função dos seguintes fatores: i) a taxa de câmbio apreciou-se em comparação ao último trimestre de 2001 e apresenta estabilidade; ii) o racionamento de energia elétrica foi encerrado; iii) o mercado de trabalho e a existência de capacidade ociosa não pressionam os preços; iv) os efeitos da inércia inflacionária herdada de 2001 tendem a se esgotar; e v) a expectativa de uma boa safra agrícola em 2002 tem efeito de baixa sobre o preço dos alimentos.

Utilizando as trajetórias de juros e câmbio esperadas pelo mercado, segundo pesquisa feita pelo Grupo de Comunicação Institucional do Banco Central do Brasil, a inflação projetada é de 5,3% ao final de 2002 e de 4,1% ao final de 2003.

1 – Nível de atividade

A maior parte dos indicadores do nível de atividade continuou mostrando, em 2002, sinais de recuperação, em trajetória consistente com a detectada nos últimos meses de 2001. Têm contribuído, nesse sentido, a recuperação da confiança do consumidor, o comportamento relativamente favorável do mercado de trabalho, a redução dos efeitos negativos resultantes da crise na economia argentina e o fim do racionamento de energia elétrica.

1.1 – Vendas no varejo

Os indicadores da atividade varejista apresentaram contração em 2001, comparativamente ao ano anterior, desempenho que resultou das condições desfavoráveis observadas, basicamente, a partir do final do segundo trimestre, e que mostraram sinais de abrandamento apenas nos últimos meses do ano. Entre maio e outubro, registrou-se deterioração das expectativas do consumidor, taxas de juros em patamar elevado e redução dos rendimentos reais.

Índice de volume de vendas no varejo - Brasil

Discriminação	Variação % no ano			
	2001			2002
	Out	Nov	Dez	Jan
Comércio varejista	-1,1	-1,1	-1,3	-1,2
Combustíveis e lubrificantes	-3,5	-3,0	-2,7	4,6
Hipermercados, supermercados	1,4	1,3	1,0	-1,2
Tecidos, vestuário	1,8	1,7	1,6	-0,4
Móveis e eletrodomésticos	-0,2	-0,9	-1,4	1,0
Demais artigos de uso pessoal	-6,3	-6,4	-6,4	-5,7
Automóveis, motocicletas	-0,5	-2,0	-3,5	-20,1

Fonte: IBGE

A Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em todas as unidades da Federação, também mostrou retração da atividade em 2001, tendo registrado queda de 1,3% ante 2000, como consequência dos desempenhos negativos nos segmentos automotivo, de artigos domésticos e de uso pessoal, de combustíveis e lubrificantes, e de móveis e eletrodomésticos. Por outro lado, apresentaram resultados positivos as vendas dos segmentos de hipermercados, supermercados,

produtos alimentícios, bebidas e fumo, bem como de tecidos, vestuário e calçados, itens que se configuram como bens não-duráveis e semiduráveis de consumo.

Dados referentes a janeiro de 2002 mostraram queda de 1,2% nas vendas no varejo, ante patamar de igual mês do ano precedente. Influenciaram positivamente esse resultado as vendas de combustíveis e lubrificantes e de móveis e eletrodomésticos, registrando-se quedas nos demais segmentos. Os dados sinalizam, portanto, tendência de retomada da demanda por eletrodomésticos, após o fim das restrições decorrentes do racionamento de energia elétrica.

Faturamento real do comércio varejista na RMSP

Discriminação	Variação percentual				
	2001			2002	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev*
No mês ^{1/}					
Geral	1,3	1,5	-1,5	1,4	-1,5
Bens de consumo	0,4	3,3	-2,3	4,2	-4,1
Duráveis	2,0	4,2	-1,2	3,3	-3,3
Semiduráveis	-4,4	-2,1	4,6	-0,9	-3,4
Não-duráveis	-1,4	2,6	0,0	0,2	0,3
Comércio automotivo	8,0	-2,9	0,0	-7,5	1,9
Concess. de veículos	11,1	-4,2	1,2	-10,6	1,4
Autopeças e acessórios	2,0	-1,6	-8,2	7,3	3,6
Material de construção	-0,2	-2,1	-9,0	4,7	-12,2
No ano					
Geral	-4,7	-4,9	-5,5	-5,5	-8,2
Bens de consumo	-3,7	-3,8	-4,4	-2,6	-5,6
Duráveis	-5,5	-5,8	-7,0	-5,3	-7,3
Semiduráveis	-20,8	-21,5	-21,5	-20,9	-23,2
Não-duráveis	1,3	1,2	0,9	-0,3	-0,7
Comércio automotivo	-16,1	-16,5	-16,3	-19,5	-20,0
Concess. de veículos	-18,9	-19,3	-19,0	-23,3	-24,8
Autopeças e acessórios	-1,3	-2,0	-2,7	-1,5	4,4
Material de construção	3,3	2,0	-1,3	-24,0	-30,1

Fonte: Fecomercio SP

^{1/} Dados dessazonalizados.

* Preliminar.

Conforme a Federação de Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), as vendas do comércio varejista da Região Metropolitana de São Paulo (RMSP) recuaram 5,5% em 2001, por influência, principalmente, do declínio acentuado nos desempenhos do comércio automotivo e de bens de consumo duráveis, que refletiram, com maior intensidade, a elevação da taxa de juros e o racionamento de energia elétrica. Cabe observar, entretanto, que, apesar do resultado anual negativo, o faturamento real do comércio varejista começou a apresentar acomodação a partir de agosto, após queda acentuada até julho, tendo crescido, a partir de então, por quatro meses consecutivos.

Após nova queda registrada em dezembro, o resultado de janeiro de 2002 voltou a assinalar recuperação, expressa pela expansão mensal de 1,4% nas vendas reais, considerando dados dessazonalizados. Dados preliminares para fevereiro, entretanto, mostraram queda de 1,5%, explicada pelos declínios no faturamento real de

bens de consumo e de materiais de construção, setores que tinham apresentado elevação em janeiro. Por outro lado, o comércio automotivo apresentou crescimento, reflexo das elevações das vendas reais de autopeças e acessórios, 3,6%, e das concessionárias de veículos, 1,4%.

Comparativamente ao primeiro bimestre de 2001, o faturamento real do varejo registrou queda de 8,2%. Nessa base de comparação, destacaram-se os acentuados recuos das vendas reais de materiais de construção, do comércio automotivo, apesar da elevação de 5,2% no faturamento de autopeças e acessórios, e dos bens semiduráveis de consumo. Registre-se que a queda apresentada pelo total de bens de consumo foi também influenciada pelo desempenho negativo das vendas de duráveis. As vendas reais de bens de consumo não-duráveis apresentaram a retração menos acentuada no bimestre.

Juros médios praticados no comércio

Discriminação	2000		2001				2002	
	Dez	Dez	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
Juros médios	6,85	6,85	6,85	6,79	6,74	6,72	6,70	6,66
Por redes								
Grandes	5,83	5,83	5,89	5,78	5,72	5,70	5,67	5,64
Médias	7,16	7,16	7,09	7,03	6,99	6,94	6,91	6,88
Pequenas	7,85	7,85	7,71	7,66	7,60	7,57	7,54	7,52

Fonte: Anefac

Observe-se que, segundo a Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (Anefac), a taxa de juros média praticada no comércio tem apresentado suave tendência de declínio desde setembro de 2001, tendo atingido, em dezembro, 6,72% a.m., ante 6,85% a.m. em dezembro de 2000. Nos primeiros dois meses de 2002, a taxa praticada no comércio varejista manteve tendência de queda, tendo atingido 6,7% a.m., em janeiro, e 6,6% a.m. em fevereiro.

Mesmo registrando tendência de queda, a taxa de juros praticada no comércio ainda é elevada, por refletir, em parte, a trajetória da inadimplência. Apesar de não se constituir em picos da série, nos últimos meses, a proporção dos compromissos não liquidados dentre o total das operações realizadas tem crescido.

Indicadores de inadimplência

Discriminação	2000		2001				2002	
	Média	Média	Out	Nov	Dez	Média	Jan	Fev
SPC (SP) ^{1/}	5,7	5,7	6,2	7,9	2,3	7,4	5,4	8,2
Cheques devolvidos ^{2/}	3,6	3,6	5,1	5,2	4,8	4,9	5,5	5,2
Teledata (RJ) ^{3/}	1,9	1,9	2,8	2,2	1,4	2,0	3,4	3,1
Teledata (Nacional) ^{4/}	2,3	2,3	2,6	2,4	1,7	2,5	3,4	3,1

Fonte: ACSP, Bacen e Teledata

1/ Novos registros (-) registros cancelados/consultas realizadas (t-3).

2/ Cheques devolvidos por insuficiência de fundos/cheques compensados.

3/ Cheques devolvidos/cheques recebidos.

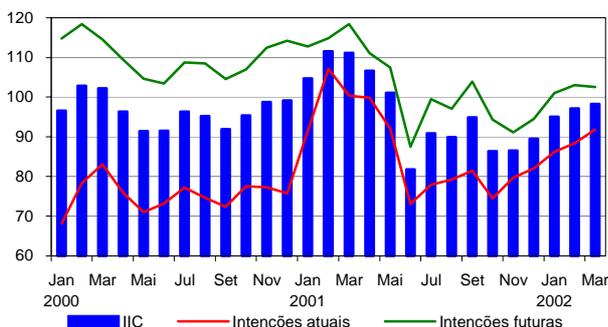
4/ Médias das seguintes cidades: Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, São Paulo, Curitiba, Porto Alegre, Ribeirão Preto e Rio de Janeiro.

Assim, a taxa líquida de inadimplência no comércio varejista, medida pelo Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), situou-se em 7,4%, considerando a média de 2001, ante 5,7% em 2000. Apesar do patamar relativamente mais elevado ao longo do ano, a inadimplência reduziu-se significativamente em dezembro, tendo passado de 7,9%, em novembro, para 2,3%. Em janeiro e fevereiro, registrou-se novamente elevação, com o indicador tendo atingido 5,4% e 8,2%, respectivamente. Esse

comportamento é explicado, em parte, pela sazonalidade do período. Ressalte-se que, mesmo em elevação, essas taxas são inferiores às de correspondentes meses de 2001, quando atingiram, respectivamente, 9,3% e 9,8%. O indicador divulgado pela Teledata também apresentou declínio acentuado em dezembro, voltando a crescer nos dois primeiros meses de 2002. Esse indicador, entretanto, atingiu então patamares que superaram os de iguais períodos de 2001, que haviam registrado 2,1%, em janeiro, e 2,2% em fevereiro, respectivamente.

A inadimplência no setor financeiro, medida pela proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos sobre o total de cheques compensados, apresentou tendência crescente em 2001. Na média do ano, essa proporção situou-se em 4,9%, ante 3,6% em 2000. Após atingir 4,8% em dezembro de 2001, o indicador voltou a crescer, registrando taxas de 5,5% e de 5,2% em janeiro e fevereiro de 2002, respectivamente.

Índice de Intenção do Consumidor (IIC)



Fonte: Fecomercio SP

O Índice de Intenção do Consumidor (IIC), divulgado pela Fecomercio SP, passou a apresentar movimento de recuperação a partir de novembro de 2001, detectado tanto em relação às intenções futuras, que representam 60% do índice, quanto às atuais. Nos primeiros dois meses de 2002, a evolução favorável do indicador traduziu a adaptação das expectativas às restrições internas e externas, influenciando, positivamente, a acomodação da economia americana e a diferenciação na percepção de riscos entre o Brasil e a Argentina. Por outro

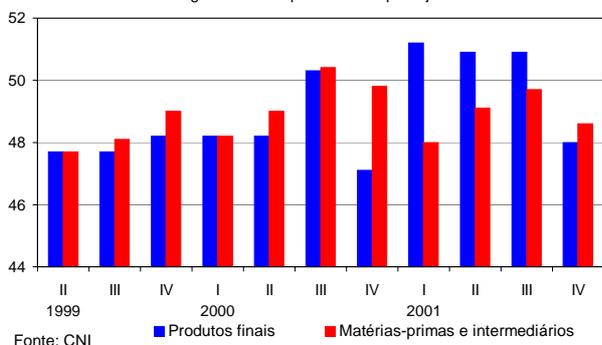
lado, reduziram o crescimento do índice, principalmente no que se refere às expectativas futuras, as preocupações com o desemprego e com a inflação, cujos resultados se mostraram piores do que o esperado no início do ano.

Em março, o IIC atingiu 98,25, expansão de 1,14% ante fevereiro, assinalando-se que, ao situar-se abaixo de 100, o índice denota comportamento ainda cauteloso do consumidor. O resultado do mês foi determinado por elevação de 3,9% no Índice de Intenções Atuais (IIA), que atingiu 91,81 pontos, e por queda de 0,44% no Índice de Intenções Futuras (IIF), que alcançou 102,54.

1.2 – Estoques

Estoques na indústria de transformação

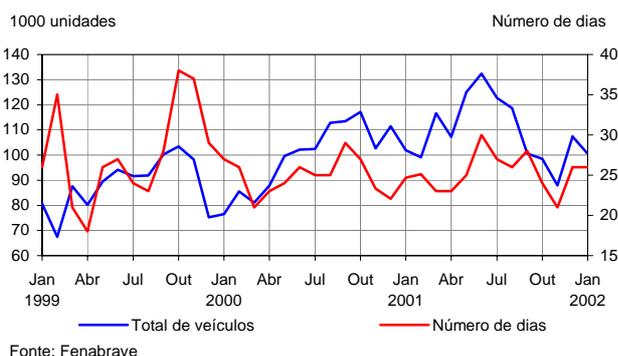
Valores acima de 50 significam estoque acima do planejado



No último trimestre de 2001 e início de 2002, os indicadores relativos aos estoques sinalizaram redução generalizada, após os altos níveis registrados no segundo e terceiro trimestres de 2001. Assim, a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada trimestralmente pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), identificou redução gradativa de estoques ao final de 2001, em ritmo compatível com a retomada da produção industrial.

No mesmo sentido, a Sondagem Industrial da Confederação Nacional da Indústria (CNI), relativa ao último trimestre do ano, identificou retração dos estoques de produtos finais e de matérias-primas e produtos intermediários. Setorialmente, a Sondagem da CNI identificou estoques acima do desejado nas indústrias de madeira e de papel e papelão. Por outro lado, produtos farmacêuticos e química operavam com estoques inferiores ao desejado.

Estoque de veículos nas concessionárias



Na rede de concessionárias de veículos, conforme estatísticas da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), o total estocado de veículos apresentou trajetória de queda ao longo do segundo semestre de 2001, apesar da elevação registrada em dezembro. Em janeiro, o indicador voltou a apresentar contração, tanto em relação a dezembro quanto a igual mês do ano anterior, em percentuais que alcançaram, respectivamente, 6,5% e 1,5%. O número de dias necessário para girar o estoque atingiu 26 nos dois meses, ante 25 dias registrados em janeiro de 2001.

A trajetória de queda apresentada pelos estoques nos diversos setores é fator que indica, no curto prazo, provável movimento de expansão da produção da indústria, visando a sua recomposição.

Produção industrial

Discriminação	Variação percentual				
	2000		2001		2002
	Dez	Out	Nov	Dez	Jan
Indústria geral					
No mês ^{1/}	7,2	-1,9	1,4	1,0	1,3
Mesmo mês do ano anterior	7,7	-3,2	-1,8	-6,7	-1,3
Acumulado no ano	6,6	2,5	2,1	1,4	-1,3
Acumulado em 12 meses	6,6	3,2	2,5	1,4	0,5
Indústria de transformação					
No mês ^{1/}	5,9	-1,1	1,2	0,2	2,0
Mesmo mês do ano anterior	6,3	-2,4	-1,7	-7,4	-2,4
Acumulado no ano	6,1	2,3	1,9	1,2	-2,4
Acumulado em 12 meses	6,1	2,7	2,2	1,2	0,1
Extrativa mineral					
No mês ^{1/}	-0,7	-7,8	8,3	1,1	5,7
Mesmo mês do ano anterior	18,4	-9,9	-2,4	-1,2	7,1
Acumulado no ano	11,9	4,7	4,0	3,5	7,1
Acumulado em 12 meses	11,9	6,9	5,2	3,5	3,1

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Produção industrial por gênero^{1/}

Discriminação	Variação percentual				
	2001			2002	
	Nov	Dez	No ano	Jan	No ano
Produção industrial	1,4	1,0	1,4	1,3	-1,3
Extrativa mineral	8,3	1,1	3,5	5,7	7,1
Indústria de transformação	1,2	0,2	1,2	2,0	-2,4
Minerais não-metálicos	-0,3	0,8	-2,1	-1,0	-6,1
Metalúrgica	-1,9	0,7	0,8	2,9	-1,3
Mecânica	0,0	-2,1	5,3	2,6	-2,4
Mat. elétrico e de comun.	5,1	-5,7	6,7	9,7	-2,7
Material de transporte	4,7	7,6	5,3	-1,6	2,2
Madeira	-0,7	-2,1	-0,3	1,7	-4,8
Mobiliário	-0,5	-2,9	-1,1	2,6	1,0
Papel e papelão	0,6	-1,1	0,1	2,6	1,4
Borracha	-8,5	-17,2	-4,5	25,2	-8,0
Couros e peles	-0,1	-2,4	-9,4	0,1	-9,4
Química	1,7	0,4	-0,7	6,4	-1,2
Farmacêutica	8,8	18,8	-2,1	-9,4	14,5
Perfumarias, sabões e velas	-4,8	-13,4	-1,8	9,8	-12,5
Produtos de mat. plásticas	2,0	-1,5	-5,0	2,2	-5,2
Têxtil	-1,5	2,1	-5,7	1,2	-3,5
Vestuário, calçados e tecidos	-1,9	1,7	-6,5	-1,8	-5,8
Produtos alimentares	1,7	-3,3	5,1	1,6	-5,8
Bebidas	0,9	1,8	-0,8	-7,1	-11,8
Fumo	4,0	17,1	-4,7	17,9	20,4

Fonte: IBGE

1/ Nos meses, variações calculadas a partir de dados dessazonalizados.

1.3 – Produção e PIB

1.3.1 – Produção industrial

Ao longo de 2001, o nível da atividade industrial apresentou flutuações que traduziram os desdobramentos das crises de energia e externas, responsáveis por parte expressiva da redução do desempenho do setor. Assim, após ter crescido 6,5% em 2000, a produção industrial expandiu 1,4% em 2001, resultado de crescimentos de 1,2% na indústria de transformação e de 3,5% na indústria extrativa mineral, afetada pelo acidente da plataforma de produção P-36, em março, e pela greve dos petroleiros, em outubro.

Dos 20 gêneros considerados pela pesquisa do IBGE, em sete registrou-se crescimento da produção em 2001, com as maiores taxas tendo sido assinaladas por material elétrico e de comunicações, 6,7%, mecânica e material de transporte, ambas com crescimento de 5,3%, e produtos alimentares, 5,1%, taxa favorecida pelas exportações de açúcar cristal e aves abatidas. Dentre os treze gêneros com produção inferior à de 2000, as quedas mais acentuadas ocorreram em couros e peles, 9,4%, vestuário, calçados e artefatos de tecidos, 6,5%, e têxtil, 5,7%.

Por categoria de uso, a produção de bens de capital apresentou a taxa de expansão mais elevada, com crescimento em todos os principais grupos, o que aponta elevação generalizada da capacidade produtiva.

A produção de bens intermediários apresentou queda de 0,3% no ano, após expansão de 6,9% em 2000, e a de bens de consumo, crescimento de 1,2%. Nessa categoria, a expansão na produção de bens

Produção industrial por categoria de uso

Discriminação	Variação percentual				
	2000	2001			2002
	Dez	Out	Nov	Dez	Jan
No mês^{1/}					
Produção industrial	7,2	- 1,9	1,4	1,0	1,3
Bens de capital	1,4	- 1,0	- 3,1	- 2,1	1,1
Bens intermediários	5,8	- 2,1	0,6	0,3	3,5
Bens de consumo	8,1	- 0,5	3,7	2,2	0,9
Duráveis	23,0	6,9	3,4	6,1	- 2,1
Semi e não-duráveis	4,9	- 2,5	3,9	0,8	1,3
Média móvel trimestral^{1/}					
Produção industrial	6,5	- 0,7	- 0,1	0,4	1,4
Bens de capital	12,6	- 0,7	- 3,5	- 2,2	- 1,4
Bens intermediários	7,0	- 1,0	- 0,5	- 0,1	1,8
Bens de consumo	3,0	0,1	1,3	1,7	2,0
Duráveis	19,1	0,1	4,3	6,2	2,8
Semi e não-duráveis	- 0,7	0,1	0,6	0,3	1,5
No ano					
Produção industrial	6,6	2,5	2,1	1,4	- 1,3
Bens de capital	13,1	15,7	14,1	12,7	- 4,0
Bens intermediários	6,8	0,8	0,3	- 0,3	- 2,0
Bens de consumo	3,5	1,9	1,8	1,2	1,3
Duráveis	20,8	2,1	1,1	- 0,6	- 2,9
Semi e não-duráveis	- 0,4	1,8	2,0	1,7	2,5

Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados.

de consumo semi e não-duráveis atingiu 1,7%, enquanto a produção de bens de consumo duráveis, setor mais sensível ao racionamento de energia elétrica e às taxas de juros, contraiu 0,6%.

Em janeiro de 2002, a produção da indústria geral expandiu 1,3%, ante dezembro, a partir da série isenta de sazonalidade, sugerindo movimento de recuperação da atividade, na medida em que se constituiu no terceiro resultado mensal positivo. Esse resultado refletiu crescimentos de 2% da indústria de transformação e de 5,7% na indústria extrativa. Considerando média móvel trimestral, observou-se patamar 1,4% superior, no trimestre novembro-janeiro, ao representado pela média do trimestre finalizado em dezembro, o que evidencia a recuperação da produção da indústria após o impacto negativo referente à greve dos petroleiros, em outubro, que reduziu acentuadamente a produção das indústrias extrativa e química. Por categoria de uso, nessa mesma base de comparação, assinala-se o crescimento de 2,8% na produção de bens de consumo durável, explicado pelo abrandamento dos

efeitos negativos da restrição de oferta de energia elétrica. Esse mesmo fato foi o principal responsável pela contração de 1,4% na produção de bens de capital, entre os trimestres indicados.

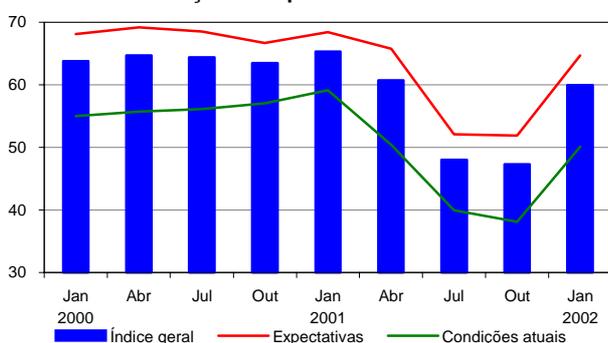
Catorze dos vinte gêneros e as categorias de uso pesquisados pelo IBGE registraram crescimento mensal de produção em janeiro. Destacaram-se as expansões de 3,5% em bens intermediários, seguindo-se bens de consumo semiduráveis e não-duráveis, 1,3%, e bens de capital, 1,1%. A exceção constitui-se na queda de 2,1% na produção de bens de consumo duráveis, que ocorreu após forte crescimento no segundo semestre de 2001. O índice da produção da indústria em janeiro superou o registrado em maio de 2001, primeiro mês que captou os efeitos da restrição na oferta de energia elétrica.

Comparativamente a igual mês de 2001, a produção industrial declinou 1,3% em janeiro de 2002, comportamento explicado, em parte, pela elevada

base de comparação, uma vez que o índice relativo a janeiro de 2001 foi o mais elevado para esse mês de toda série histórica. Prevaleram resultados desfavoráveis em catorze ramos, principalmente minerais não-metálicos, 6,1%, e produtos alimentares, 5,8%. Por outro lado, destacaram-se os crescimentos da extração de minerais, 7,1%, refletindo a evolução da produção de petróleo e de gás natural, de material de transporte, 2,2%, com ênfase na produção de vagões ferroviários e motocicletas, e da indústria farmacêutica, 14,5%. Considerando as categorias de uso, os bens de consumo apresentaram elevação de 1,3%, como reflexo da evolução positiva dos bens semiduráveis e não-duráveis, que refletiu a produção de “outros bens não-duráveis” e de carburantes, haja vista queda apresentada na produção de duráveis. Nas demais categorias, houve quedas que atingiram 2% em bens intermediários e 4% em bens de capital.

As sondagens e pesquisas realizadas com o objetivo de aferir a confiança dos empresários das indústrias e suas opiniões sobre as condições gerais dos negócios e da economia apresentaram resultados positivos no início de 2002. Assim, a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV em janeiro de 2002, permitiu traçar cenário bem mais favorável do que o prevalente em outubro de 2001. Nesse sentido, a sondagem identificou a existência de processo de normalização da demanda, acompanhado por redução de estoques, elevação da utilização da capacidade instalada, situação melhor dos negócios e expectativa de elevação da demanda no médio prazo. Ressalte-se que a demanda interna foi considerada mais dinâmica que a externa.

Índice de Confiança do Empresário Industrial



Fonte: CNI

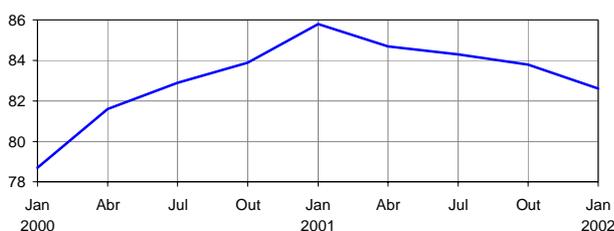
O Índice de Confiança do Empresário Industrial, calculado trimestralmente pela CNI, levando em consideração informações fornecidas por federações da indústria de 19 estados, sinalizou, em janeiro de 2002, superação das dificuldades que afetaram a economia em 2001. Após situar-se abaixo de 50 pontos em julho e outubro, o indicador atingiu 59,9 em janeiro, posição que reflete otimismo. Ante outubro, o índice elevou-se 12,6 p.p. O índice que afere as expectativas para os próximos seis meses passou de 51,9 para 64,7, e o relativo às condições atuais, de 38,1 para 50,1. Considerando-se o porte da empresa, registrou-se evolução positiva da confiança entre os grandes, médios e pequenos empresários.

Indústria automobilística - produção e vendas

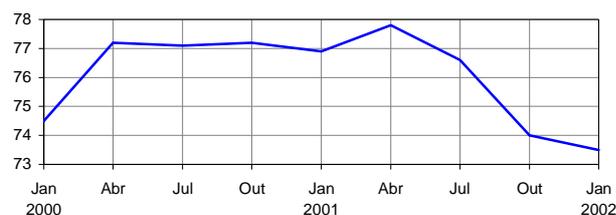
Discriminação	Variação percentual				
	2001			2002	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
No mês^{1/}					
Produção de autoveículos	-5,4	14,0	2,7	2,0	-5,9
Vendas totais	10,4	17,6	-5,2	-5,2	1,4
Mercado interno	24,2	23,3	3,8	-14,8	4,5
Exportações	10,2	-6,2	-32,3	39,4	-9,6
No ano					
Produção de autoveículos	9,5	8,6	6,8	4,3	-4,3
Vendas totais	8,9	8,3	7,1	-4,0	-7,8
Mercado interno	9,8	9,0	8,3	-4,6	-9,1
Exportações	5,8	6,0	2,7	-0,4	-1,0

Fonte: Anfavea

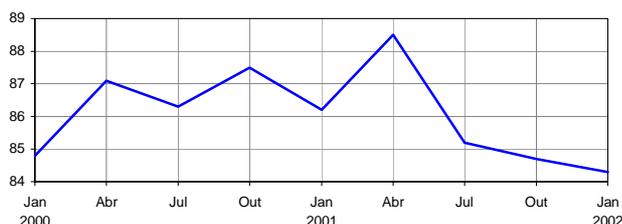
1/ Dados dessazonalizados.

Utilização da capacidade instalada**Material de construção**Dados dessazonalizados
Percentual médio

Fonte: FGV

Utilização da capacidade instalada**Bens de consumo**Dados dessazonalizados
Percentual médio

Fonte: FGV

Utilização da capacidade instalada**Bens de consumo intermediário**Dados dessazonalizados
Percentual médio

Fonte: FGV

Dados setoriais para o primeiro bimestre revelaram que a produção da indústria automobilística atingiu 254,3 mil veículos, contração de 4,3% em relação à registrada em igual período de 2001. Considerada a série isenta de influências sazonais, identificou-se elevação de 2% em janeiro, comparativamente a dezembro, seguindo-se retração de 5,9% no mês subsequente. As vendas totais do bimestre atingiram 199,2 mil veículos, com queda de 7,8% em relação a 2001. Registre-se que a maior redução foi assinalada nas vendas internas, 9,1%, comparativamente a 1% nas exportações.

O nível médio de utilização da capacidade instalada declinou ao longo de 2001, voltando a crescer no início de 2002, acompanhando tendência de outros indicadores que sinalizaram retomada gradativa da atividade econômica.

Assim, segundo a FGV, cuja sondagem trimestral da indústria de transformação tem abrangência nacional, o indicador passou de 82,1%, no início de janeiro de 2001, para 79,5% em janeiro de 2002. Após dessazonalização da série, constataram-se quedas de 3% em julho e de 2,7% em outubro de 2001, e crescimento de 2,3% em janeiro. Por categorias, observou-se redução generalizada comparativamente a janeiro de 2001, principalmente em bens de capital, 6,6 p.p., seguindo-se bens de consumo, 3,4 p.p., material de construção, 3,2 p.p., e bens de consumo intermediário, 1,9 p.p.

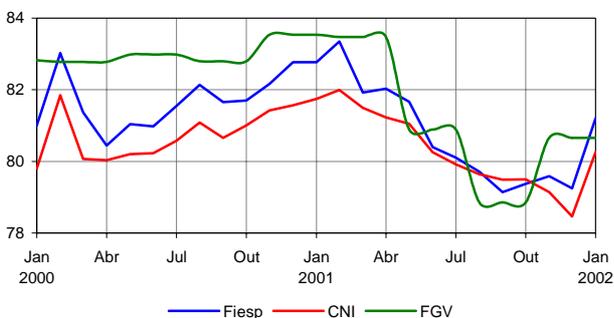
Segundo a CNI, cujos indicadores consideram dados de federações da indústria de transformação de doze estados, o nível médio de utilização da capacidade instalada declinou ao longo de 2001, atingindo, em dezembro daquele ano, patamar de

Utilização da capacidade instalada

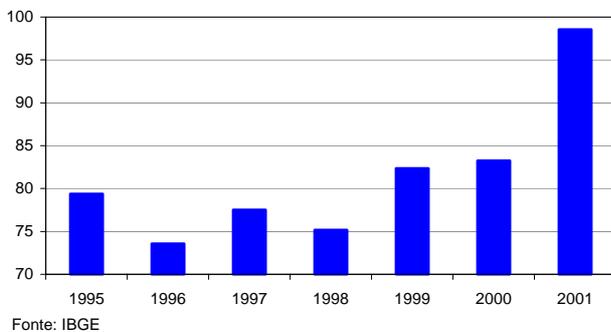
Bens de capital
Dados dessazonalizados
Percentual médio

**Utilização da capacidade instalada**

Dados dessazonalizados
Percentual médio

**Produção de grãos**

Em milhões de toneladas



77,1%, ante 80,7% em idêntico mês do ano anterior. Em janeiro de 2002, esse indicador cresceu 2,3%, de acordo com a série dessazonalizada, movimento compatível com a expansão da produção registrada no período. Mesmo assim, ante janeiro de 2001, houve redução de 1,8% no uso das instalações industriais. No mesmo sentido, a utilização da capacidade instalada na indústria paulista apresentou expansão mensal de 2,5% em janeiro (dados dessazonalizados). Comparativamente a janeiro de 2001, registrou-se retração de 1,9%.

1.3.2 – Produção agropecuária

Lavouras

A safra de grãos alcançou 98,5 milhões de toneladas em 2001, a maior já produzida, superando em 18,4% a obtida em 2000. Esse crescimento decorreu, basicamente, da incorporação de tecnologia e de condições climáticas favoráveis, na medida em que a área colhida foi basicamente a mesma da safra anterior.

Para 2002, a primeira estimativa, com base no Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) realizado pelo IBGE, em janeiro, nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste, registrou que a produção poderá alcançar 97,5 milhões de toneladas, o que significa queda de 1% em relação à última safra. O IBGE alerta que a estimativa ainda envolve simulações, principalmente para os cultivos de inverno e segunda e terceira safras de alguns produtos. A queda é explicada, em parte, pela forte estiagem no Rio Grande do Sul e Santa Catarina, que prejudicou, principalmente, as culturas de milho, feijão e soja.

Por produto, a produção nacional de algodão herbáceo deverá apresentar reduções de produção e de área cultivada, de 12,7% e de

Safra de grãos em 2001

Discriminação	Produção	Área	Varição percentual
			Rendimento médio
Produção de grãos	18,4	1,1	17,1
Algodão (caroço)	31,4	8,5	21,2
Arroz (em casca)	-8,4	-14,0	6,5
Feijão	-20,1	-20,2	0,1
Milho	28,3	6,6	20,4
Soja	14,8	2,1	12,4
Trigo	88,7	61,8	16,6
Outros	103,2	-0,5	104,2

Fonte: IBGE

Produção de grãos - estimativas para 2002

Discriminação	Em mil toneladas		Variação (%)
	Produção		
	2001	2002	
Produção de grãos	98 533	97 545	-1,0
Algodão (herbáceo)	1 716	1 498	-12,7
Arroz (em casca)	10 195	10 538	3,4
Feijão (1ª safra)	1 202	1 771	47,3
Milho (1ª safra)	34 646	29 615	-14,5
Soja	37 687	41 068	9,0

Fonte: IBGE

9,7%, respectivamente, evolução associada às dificuldades de comercialização da safra de 2001, pelo alto custo de produção e baixos preços. Em consequência, a cultura cedeu espaço para o plantio da soja.

Após queda de 8,4% assinalada em 2001, a colheita de arroz deverá crescer 3,4%, atingindo 10,5 milhões de toneladas. Esse crescimento reflete, basicamente, nível de preços favorável na época do plantio, bem como clima favorável à cultura. Ressalte-se que, medidos pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), os preços do arroz elevaram-se 43,77% em 2001. A maior produção esperada para esse ano deverá contribuir para que, ao longo de 2002, seja registrado declínio nos preços do produto.

Para a primeira safra de milho, espera-se colheita de 29,6 milhões de toneladas, 14,5% menor que a relativa a 2001. Essa perspectiva decorre da redução de 10,4% na área cultivada e, na região Sul, de condições meteorológicas desfavoráveis ao desenvolvimento dessa cultura, que determinaram queda em torno de 14% no rendimento médio esperado.

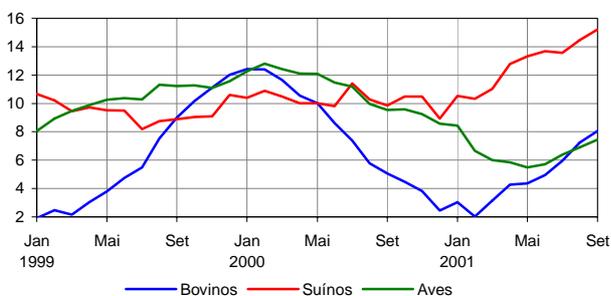
Em relação à cultura de soja, esperam-se crescimentos de 9% na produção e de 13,7% na área cultivada. Observe-se que a expansão deverá ser bem inferior na região Sul, a segunda maior produtora, pela ocorrência de estiagem, e no Mato Grosso do Sul, por excesso de chuvas e falta de luminosidade, atingindo 1,3% e 1,2%, respectivamente. Nas demais regiões, o comportamento do clima tem sido favorável.

Refletindo comportamento positivo dos preços na comercialização do produto em 2001, a primeira safra de feijão deverá crescer 47,3%, atingindo 1,8 milhão de toneladas, após contração de 30,8% no ano anterior. Se confirmada a expectativa, será superada a safra recorde obtida em 1998. Observe-se que os preços do feijão preto cresceram 174,37% em 2001, conforme registrado pelo IPCA, tendência que poderá inverter-se em 2002.

Pecuária

Produção da pecuária

Peso total das carcaças
Variação acumulada em 12 meses



Fonte: IBGE

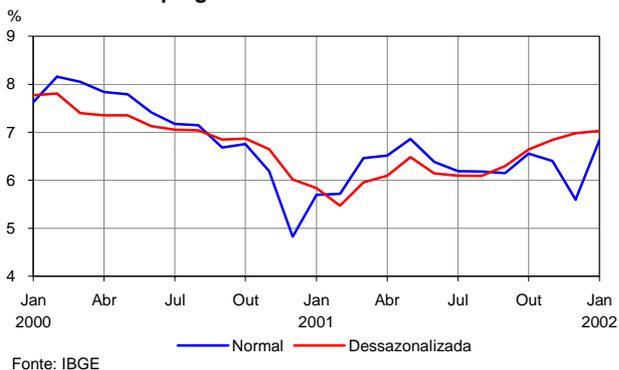
A pecuária tem apresentado resultados positivos nos últimos quatro anos, evolução associada, fundamentalmente, à elevação das exportações. Em janeiro de 2002, registrou-se continuidade dessa tendência, evidenciada pela expansão de 34,6% nas exportações totais de carne, comparativamente às de idêntico mês de 2001. Considerando os principais grupos, o crescimento atingiu 66,6% nas vendas externas de carne bovina e 37,2% e 27,4%, respectivamente, nas relativas a carne suína e de frango.

Os indicadores da produção industrial também evidenciaram continuidade do bom desempenho da pecuária no que se refere tanto à produção de insumos quanto à de produtos que utilizam matérias-primas fornecidas pelo setor. Assim, a produção de alimentos para animais apresentou elevação de 7,1% em janeiro de 2002, comparativamente a igual mês de 2001. Ainda mais expressivas foram as taxas de expansão das indústrias voltadas para o abate de animais (exclusive aves) e preparação de carnes, 10,8%, e para o abate e preparação de aves, 16,2%. Apenas as atividades voltadas para o resfriamento e preparação de leite e laticínios apresentaram, em janeiro de 2002, produção inferior à de igual período de 2001, contração de 7,4%.

1.3.3 – Mercado de trabalho

Emprego

As estatísticas referentes à evolução do mercado de trabalho, no início de 2002, revelaram comportamento favorável, comparativamente a idêntico período de 2001, tanto do emprego formal como das ocupações acompanhadas por pesquisas domiciliares. Observou-se, entretanto, elevação da taxa de desemprego ante dezembro de 2001, fato que decorreu tanto de elevação da população economicamente ativa como de queda do número de postos de trabalho.

Taxa de desemprego aberto

a elevação do desemprego decorreu de crescimento de 0,91% do número de pessoas economicamente ativas e de queda de 0,41% das ocupações.

Ocupação por setores e por categoria ocupacional

Discriminação	Variação % acumulada no ano				
	2001				2002
	Set	Out	Nov	Dez	Jan
Total de ocupados	0,9	0,8	0,7	0,7	1,2
Setor					
Indústria de transformação	1,2	1,0	0,6	0,6	-0,7
Construção civil	-2,8	-2,8	-2,5	-2,8	-8,5
Comércio	-0,4	-0,8	-0,8	-0,7	2,5
Serviços	1,7	1,6	1,5	1,5	2,5
Categoria ocupacional					
Com carteira assinada	4,7	4,4	4,0	3,8	2,0
Sem carteira assinada	-1,9	-1,7	-1,4	-1,2	4,6
Por conta própria	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-3,1
Empregadores	-10,9	-8,5	-8,3	-8,8	-1,5

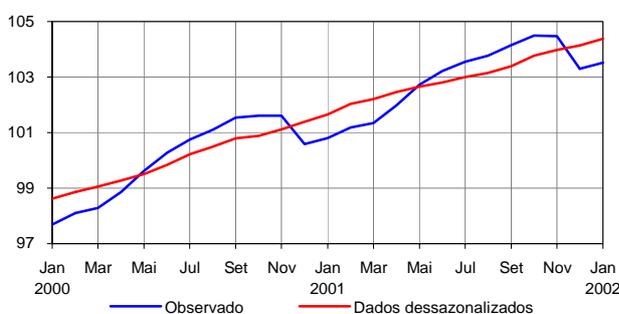
Fonte: IBGE

Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego, do IBGE, a taxa de desemprego aberto totalizou 6,83% em janeiro deste ano, ante 5,7% no mês correspondente em 2001. Esse resultado refletiu expansão de 1,23% no número de ocupados e de 2,53% na População Economicamente Ativa (PEA), representando a inclusão de 250 mil desempregados no contingente relativo às seis regiões metropolitanas pesquisadas. Em dezembro de 2001, a taxa de desemprego situara-se em 5,6%. Comparativamente a esse mês,

Considerando a evolução do número de ocupados por categoria ocupacional, a pesquisa do IBGE evidenciou, nas seis regiões metropolitanas abrangidas, o crescimento da informalidade em janeiro, após queda registrada em 2001. Assim, considerando as posições de janeiro desse ano e de 2001, o número de empregados sem carteira assinada cresceu 4,6%, enquanto o relativo aos empregados com carteira expandiu 2%. Observe-se que, em 2001, foi essa categoria de emprego que apresentou a maior expansão. Por outro lado, também ante janeiro de 2001, o total dos trabalhadores por conta própria reduziu-se em 3,1%, e o dos empregadores, em 1,5%.

Emprego formal

2000=100



Dentre os setores analisados, em 2001, a indústria de transformação e os serviços absorveram mão-de-obra, enquanto na construção civil e no comércio houve liberação. Entretanto, comparando os dados de janeiro de 2002 com os relativos a igual mês de 2001, observa-se que o comportamento favorável da ocupação foi sustentado pelo comércio e pelos serviços, tendo havido liberação nos setores da indústria, tanto de transformação quanto da construção. Adicionalmente, em janeiro de 2002, a construção civil apresentou o número mais baixo

de empregados desde setembro de 1993, enquanto a queda na indústria de transformação significou a perda de 96 mil postos de trabalho.

Evolução do emprego formal

Discriminação	Número de postos de trabalho (em mil)				2002 Jan
	2001				
	Out	Nov	Dez	No ano	
Total	77,2	-4,9	-253,9	591,1	44,2
Indústria de transformação	26,0	1,3	-61,8	103,8	15,0
Comércio	37,4	52,4	0,5	209,8	2,3
Serviços	28,8	20,1	-45,8	311,0	18,2
Construção civil	-4,0	-12,7	-34,9	-33,4	2,0
Serviços ind. de utilidade pública	1,7	-0,2	0,5	1,5	0,8
Outros ^{1/}	-12,7	-65,7	-112,4	-1,6	6,0

Fonte: Ministério do Trabalho e Emprego

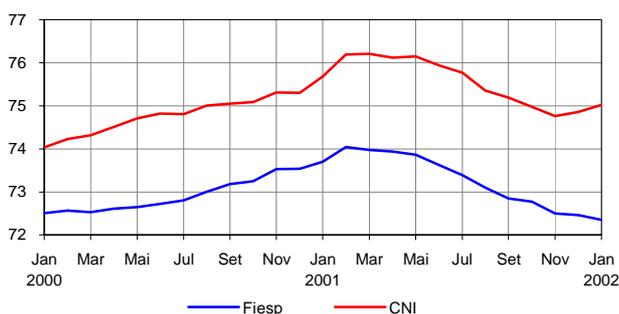
1/ Inclui extrativa mineral, administração pública, agropecuária e outras.

Apesar da redução sazonal de final de ano no nível de emprego formal, que gerou a eliminação de 253,9 mil postos de trabalho nos meses de novembro e dezembro, o número de empregados apresentou crescimento de 591,1 mil vagas em 2001. Considerando série isenta de influências sazonais, registrou-se crescimento ininterrupto desde setembro de 1999. Ainda segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), em janeiro de 2002, ocorreu a criação de 44,2 mil empregos, número que, nos últimos treze

anos, foi superado, em igual mês, apenas em 2001. Após dessazonalização da série, o emprego formal no país cresceu 0,24%, ante dezembro. A geração de empregos aconteceu, principalmente, no setor de serviços, 18,2 mil, e na indústria de transformação, 15 mil. Comparativamente a janeiro de 2001, o número de empregados com carteira assinada elevou-se 2,7%. Nessa base de comparação, apenas na construção civil ocorreu redução do emprego.

Emprego industrial

Dados dessazonalizados
1992=100



De acordo com a pesquisa mensal da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), o emprego industrial manteve tendência declinante iniciada em junho, registrando redução mensal de 0,1% em janeiro, ante contrações de 0,49% e 0,45% em novembro e dezembro, respectivamente, considerados dados dessazonalizados. A pesquisa semanal, que considera informações de 47 sindicatos patronais, registrou redução de 6,7 mil postos de trabalho frente a dezembro. Segundo essa pesquisa, a indústria paulista demitiu cerca de 40 mil trabalhadores em doze meses.

Segundo os indicadores industriais da CNI, o índice correspondente ao pessoal ocupado na indústria de transformação, nos estados abrangidos pela pesquisa, elevou-se 1,1% em 2001. De junho a novembro, o

emprego registrou variações mensais negativas, após dessazonalização da série, trajetória interrompida em dezembro, quando a variação atingiu 0,1%. Em janeiro de 2002, a taxa mensal do emprego também mostrou-se positiva, 0,2%, assinalando-se que a comparação entre os índices desse mês e de janeiro de 2001 indica contração de 0,9% do emprego no período.

Rendimentos

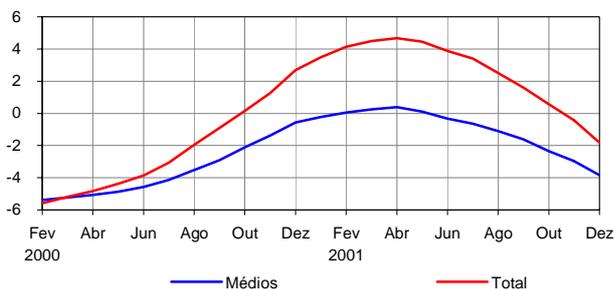
A evolução dos rendimentos e salários tem registrado perdas reais nas diversas categorias de ocupação ao longo dos últimos meses, conforme pesquisa domiciliar do IBGE. Entretanto, para a indústria de transformação, as informações disponibilizadas pela CNI e pela Fiesp apontam a existência de ganhos reais para os empregados do setor. Observe-se que parte das divergências podem ser explicadas por diferenças metodológicas e de abrangência das pesquisas.

Com base em dados da pesquisa domiciliar do IBGE, realizada em seis regiões metropolitanas em 2001, a massa real de rendimentos contraiu 1,83%, após elevação de 2,69% no ano anterior. Por sua vez, a massa nominal apresentou crescimentos respectivos de 5,43% e de 9,14%.

Rendimentos reais - médios e totais

Média móvel em 12 meses

Variação percentual



Fonte: IBGE

Considerando o rendimento médio real, observou-se declínio pelo quarto ano consecutivo. A queda de 3,8% sucedeu reduções de 0,6% em 2000, de 5,5% em 1999 e de 0,4%, em 1998. Comparações mensais dos dados nos dois últimos anos mostraram reduções em todos os meses do ano, com maior intensidade a partir de julho. No ano, a categoria com maior perda salarial foi a dos empregados com carteira assinada, 4,8%, seguida pelos empregadores, 2,6%, pelos empregados sem carteira, 2,1%, e, por último, pelos trabalhadores por conta própria, 1,4%. Na mesma análise por setores, situaram-se acima de 5% as contrações registradas na construção civil, indústria de transformação e no comércio. Os decréscimos atingiram 3,4% no setor de serviços e 1,8% em outras atividades.

Massa de salários e rendimentos médios reais

Discriminação	2000	Variação % acumulada no ano		
		2001		
		Out	Nov	Dez
Massa de salários reais	2,7	-0,5	-1,1	-1,8
Rendimentos médios reais	-0,6	-2,9	-3,4	-3,8
Setor				
Indústria de transformação	-1,9	-3,8	-4,3	-5,1
Construção civil	1,9	-3,6	-4,1	-5,2
Comércio	2,6	-5,2	-5,5	-5,7
Serviços	-0,9	-2,4	-2,9	-3,4
Categoria ocupacional				
Com carteira assinada	-1,0	-3,4	-4,0	-4,8
Sem carteira assinada	0,7	-1,3	-1,7	-2,1
Por conta própria	-0,8	-0,7	-1,0	-1,4
Empregadores	0,2	-2,5	-2,7	-2,6

Fonte: IBGE

Salários médios reais e massa salarial real na indústria de transformação

Discriminação	2000	Variação % acumulada no ano			
		2001			2002
		Out	Nov	Dez	Jan
CNI					
Massa salarial real	2,8	3,9	3,6	3,1	-1,2
Fiesp					
Massa salarial real	3,8	7,3	6,8	6,4	2,6
Salário médio real	2,7	6,5	6,3	6,1	5,0

Fonte: CNI e Fiesp

Análise das séries sem influências sazonais revelou que o total dos rendimentos contraiu 1,6% em novembro e 0,8% em dezembro. Setorialmente, com exceção da indústria de transformação, as perdas foram menores em dezembro.

Pesquisa mensal da Fiesp apontou recuperação do salário real médio na indústria de transformação de São Paulo em 2001, assinalando crescimento de 6,1% no ano, ante 2,7% em 2000. Comportamento idêntico foi registrado pela massa salarial, que cresceu 6,4% e 3,7%, respectivamente. Em janeiro de 2002, observou-se elevação mensal de 2,2% na série dessazonalizada, patamar que superou em 5% o registrado em igual mês de 2001. Para a massa salarial foram registrados percentuais de 2,5% e de 2,6%, respectivamente.

De forma semelhante, pesquisa da CNI, para doze estados, constatou elevação das remunerações dos empregados. Nesse sentido, a massa dos salários cresceu 3,2% em 2001 e 2,8% em 2000. Em janeiro de 2002, a massa salarial real elevou-se 1%, após queda de 0,3% assinalada em dezembro, dados dessazonalizados.

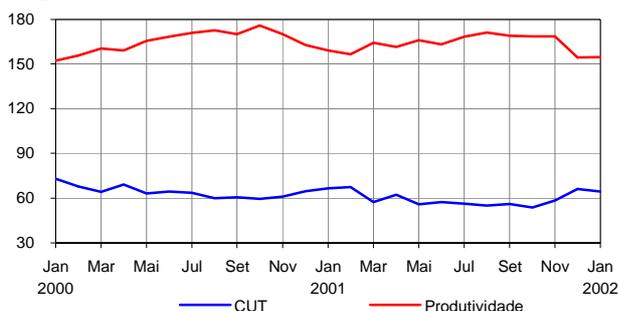
1.3.4 – Custo unitário do trabalho e produtividade na indústria de transformação

A produtividade na indústria de transformação, calculada a partir da relação entre o índice da produção física desse setor, divulgado pelo IBGE, e o indicador de horas pagas na produção, calculado pela CNI, recuou 0,57% em 2001, contrapondo-se à alta de 1,93% registrada no ano anterior. Até o final do primeiro semestre, ocorrera expansão de 1%, o que indica desaceleração do indicador na segunda metade do ano. A análise da série isenta de fatores sazonais mostrou que em apenas três meses de 2001, julho, agosto e novembro, a

produtividade apresentou desempenho positivo. Considerando os dados acumulados para o ano, a queda decorreu de crescimento da produção inferior ao das horas trabalhadas, em percentuais respectivos de 1,2% e de 1,8%.

Custo unitário do trabalho e produtividade

1992=100



Fonte: IBGE, CNI e elaboração do Banco Central do Brasil

Regionalmente, a indústria sediada no Rio de Janeiro apresentou o melhor desempenho em 2001, com a produtividade expandindo 4,22%, enquanto, em sentido inverso, declinou 9,12% no Ceará. Outros estados com desempenho positivo em 2001 foram Santa Catarina, 3,52%, Minas Gerais, 2,09%, e São Paulo, 1,64%. No Paraná, ocorreu queda de 10,95% da produtividade na indústria de transformação. Também apresentaram decréscimo: Rio Grande do Sul, 8,11%, Espírito Santo, 6,51%, Bahia, 5,51%, e Pernambuco, 0,49%.

O custo unitário do trabalho (CUT), em termos reais, calculado a partir da relação entre o total de salários pagos pelas indústrias abrangidas pela CNI e a produção da indústria de transformação, divulgada pelo IBGE, apresentou elevação de 0,86% em 2001. Nos dois anos anteriores, a trajetória mostrara-se mais favorável, registrando-se quedas de 3,3% em 2000 e de 9,9% em 1999.

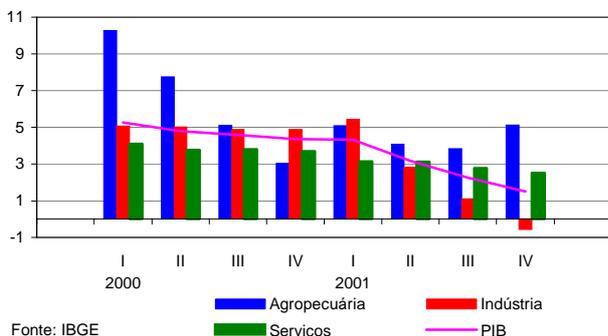
O cálculo do custo unitário do trabalho em valores nominais considerou a massa salarial nominal da CNI em relação ao resultado da multiplicação do índice da produção industrial pelo Índice de Preços por Atacado - Oferta Global - Produtos Industrializados (IPA-OG-PI). A partir dessa relação, o CUT nominal registrou quedas de 2,3% em 2001 e de 12,4% em 2000, o que mostra que o fator mão-de-obra não tem sido elemento de pressão sobre os preços industriais nos dois últimos anos.

1.3.5 – Produto Interno Bruto (PIB)

O PIB a preços de mercado apresentou queda de 1,7% no último trimestre de 2001, ante o terceiro, após ajuste sazonal. Essa foi a redução

Produto Interno Bruto

Variação % acumulada no ano



Fonte: IBGE

Produto Interno Bruto

Trimestre/trimestre anterior com ajuste sazonal

Discriminação	2001			
	I	II	III	IV
PIB a preços de mercado	0,9	-0,8	-0,8	-1,7
Agropecuária	6,7	-0,8	-0,6	3,2
Indústria	1,1	-3,2	-1,8	-1,6
Serviços	0,8	0,2	-0,1	-0,2

Fonte: IBGE

Produto Interno Bruto

Variação percentual

Discriminação	2000	2001			
		I	II	III	IV
Acumulado ao longo do ano	4,4	4,3	3,2	2,3	1,5
Acumulado em 4 trimestres	4,4	4,1	3,6	2,6	1,5
Trimestre/igual trimestre do ano anterior	3,7	4,3	2,1	0,5	-0,7
Trimestre/trimestre anterior com ajuste sazonal	1,8	0,9	-0,8	-0,8	-1,7

Fonte: IBGE

mais acentuada registrada nesse ano, em bases trimestrais, conforme dados preliminares divulgados pelo IBGE. Por setores de atividade, ocorreram quedas na indústria, de 1,6%, e nos serviços, de 0,2%. Apenas o produto da agropecuária apresentou expansão, de 3,2%.

Com esse resultado, a taxa acumulada no ano declinou de 2,25%, até o terceiro trimestre, para 1,5% ao final de 2001. Nos resultados anuais, o produto da indústria contraiu 0,6%, comparativamente a 2000, registrando-se decréscimos das atividades de construção civil, 2,6%, e serviços industriais de utilidade pública, 5,5%, afetadas mais intensamente pelo racionamento de energia elétrica. Com exceção desses dois subsetores, os demais apresentaram evolução positiva ante 2000. A agropecuária cresceu 5,1%, evidenciando os resultados positivos da produção da lavoura e da pecuária, enquanto o setor de serviços expandiu 2,5%, refletindo, fundamentalmente, os crescimentos dos subsetores comunicações, 11,9%, e outros serviços, 3,2%.

Para 2002, análises setoriais permitem delinear crescimento do PIB em 2,5%. O produto do setor agropecuário deverá se expandir aproximadamente 3,9%, tendo em vista as estimativas do IBGE e da

Conab para a safra de grãos, em torno de 100 milhões de toneladas, e o cenário favorável para a continuidade da expansão da produção agropecuária, incentivada, entre outros, pelo aumento das exportações.

As expectativas para o setor secundário recaem, principalmente, sobre o desempenho da indústria de transformação. Espera-se continuidade da recuperação gradual no segmento, haja vista a superação de fatores que o afetaram negativamente no ano passado, projetando-se crescimento em torno de 1,8% para o ano, em razão, também, da base de comparação desfavorável. Ainda no setor secundário, a expansão de 5,2% prevista para os serviços industriais de utilidade

Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação acumulada no ano		
	2000	2001	2002 ^{1/}
Agropecuária	3,0	5,1	3,9
Indústria	4,9	-0,6	2,5
Extrativa mineral	11,1	3,4	7,5
Transformação	5,4	0,6	1,8
Construção civil	3,0	-2,6	1,8
Serviços ind. de utilidade pública	4,1	-5,5	5,2
Serviços	3,7	2,5	2,2
Comércio	4,7	0,7	0,7
Transporte	5,6	1,0	0,8
Comunicações	16,5	11,9	8,0
Instituições financeiras	3,5	1,1	2,3
Outros serviços	4,4	3,2	2,4
Aluguel de imóveis	2,5	2,1	2,3
Administração pública	1,1	1,8	2,0
Dummy financeiro	4,4	1,5	2,2
Valor adicionado a preços básicos	4,0	1,6	2,4
Impostos sobre produtos	7,1	0,8	1,6
PIB a preços de mercado	4,4	1,5	2,5

Fonte: IBGE

1/ Estimativa do Banco Central do Brasil.

pública (SIUP), com o término do racionamento de energia elétrica, deverá contribuir significativamente para o resultado do ano.

Projeta-se crescimento de 2% para os serviços em 2002. Esse percentual reflete as variações previstas para os subsetores de transportes e comércio, com base nos desempenhos da indústria de transformação e da agropecuária. Destacam-se, ainda, entre os demais setores, os de aluguéis de imóveis, administração pública e outros serviços, que perfazem cerca de 70% do produto total de serviços. Para os dois primeiros, que têm apresentado taxas de variação relativamente estáveis, considerou-se o comportamento trimestral dos últimos anos. Para outros serviços, consideraram-se as perspectivas para a evolução do emprego formal, segundo dados do Ministério do Trabalho e Emprego.

1.4 – Investimento e capacidade de produção

Indicadores de investimento

Discriminação	Variação % acumulada no ano					
	2001				2002	
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Jan	Fev
Bens de capital						
Produção	20,8	19,0	16,5	12,7	-4,0	...
Importação	43,7	34,3	22,5	16,1	-11,2	...
Exportação	-3,8	-8,2	-12,1	-13,7	24,9	...
Insumos da construção civil	4,1	2,2	-0,5	-2,5	-10,9	...
Financiamentos do BNDES	54,7	57,3	38,7	9,4	34,8	66,1

Fonte: IBGE, Funcex e BNDES

Em 2001, o comportamento dos indicadores de investimentos não foi homogêneo, registrando-se acentuada expansão na produção de bens de capital e queda dos gastos relacionados à indústria da construção.

Observe-se que, no primeiro trimestre, como consequência do ciclo de expansão da economia registrado em 2000, o patamar alcançado pelos indicadores de investimentos apresentou-se significativamente mais elevado. Refletindo a desaceleração do nível de atividade, principalmente a partir do segundo trimestre, os investimentos passaram a apresentar igual tendência. Nesse sentido, a produção de bens de capital, que crescera 20,8% nos três primeiros meses do ano, ante igual período de 2000, expandiu 12,7% no ano. Na construção civil,

Investimentos como proporção do PIB

Discriminação	Formação bruta de capital fixo	Variação de estoques	% do PIB	
			Formação bruta de capital	
1999	I	19,6	-0,3	19,2
	II	19,2	2,8	22,0
	III	19,3	0,7	20,0
	IV	19,1	1,2	20,3
2000	I	21,7	1,1	22,7
	II	20,3	2,3	22,6
	III	19,7	2,6	22,4
	IV	19,4	2,3	21,7
2001	I	20,6	1,8	22,4
	II	20,2	2,0	22,2
	III	20,0	2,1	22,1

Fonte: IBGE

Produção de bens de capital

Discriminação	Variação percentual			
	2001			2002
	Out	Nov	Dez	Jan
No mês ^{1/}				
Bens de capital	-1,0	-3,1	-2,1	1,1
Industriais	-4,2	-1,8	-3,5	12,9
Seriados	-6,2	-3,4	-3,5	14,7
Não-seriados	9,5	-0,3	-4,0	7,0
Agrícolas	7,0	5,3	-2,1	-7,0
Peças agrícolas	-2,2	-2,0	-6,0	8,3
Construção	11,9	2,6	-27,4	28,9
Energia elétrica	-8,6	-15,3	-12,1	5,8
Transportes	1,7	4,9	0,7	3,5
Misto	-5,9	1,7	3,6	0,4
Média móvel trimestral ^{1/}				
Bens de capital	-0,7	-3,5	-2,2	-1,4
Industriais	-3,3	-6,3	-3,2	2,4
Seriados	-4,0	-8,2	-4,4	2,4
Não-seriados	2,3	2,0	1,5	0,8
Agrícolas	3,8	11,4	3,2	-1,3
Peças agrícolas	-1,1	-2,5	-3,4	-0,1
Construção	3,8	2,0	-5,1	-1,5
Energia elétrica	0,5	-8,8	-11,9	-8,2
Transportes	-0,2	0,6	2,4	3,0
Misto	-3,4	-4,9	-0,3	1,9
No ano				
Bens de capital	15,7	14,1	12,7	-4,0
Industriais	5,9	5,2	4,1	7,0
Seriados	5,9	5,0	3,5	4,6
Não-seriados	6,0	6,6	6,8	15,5
Agrícolas	19,3	18,5	19,4	12,1
Peças agrícolas	3,7	3,8	3,4	13,9
Construção	26,8	27,4	23,7	6,2
Energia elétrica	48,7	46,0	42,5	-3,5
Transportes	14,6	13,9	12,2	5,9
Misto	7,1	4,2	2,7	-18,2

Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados.

a produção de insumos para o setor evidenciou elevação de 4,1% no primeiro trimestre, ante igual período de 2000, e queda de 2,5% até dezembro.

Enquanto percentual do PIB, a formação bruta de capital acompanhou essa tendência, porém de forma bem menos intensa, tendo em vista que a produção de bens de capital apresentou expansão muito mais acentuada do que a do PIB, fato que compensou, em parte, o comportamento desfavorável do setor de construção civil. Assim, de acordo com as contas nacionais trimestrais divulgadas pelo IBGE, no primeiro trimestre de 2001, a soma dos dispêndios com investimentos e variação de estoques representou 22,4% do PIB, percentual que atingiu 22,1% ao final do terceiro trimestre.

A análise da produção de bens de capital por setores mostra que boa parte do crescimento decorreu em resposta aos entraves ao processo produtivo relacionados ao racionamento de energia elétrica, haja vista que a produção de equipamentos com esse destino expandiu-se 42,5% em 2001. Também apresentaram expansão superior à da produção total de bens de capital a produção de equipamentos para construção e para a agricultura. Ressalte-se que, pelo segundo ano consecutivo, o crescimento da produção de bens de capital ocorreu de forma generalizada, o que mostra ampliação geral da capacidade produtiva. Não obstante, análise da evolução das médias móveis trimestrais evidencia desaceleração dos investimentos ao final do ano, causada principalmente pelo esgotamento da demanda de equipamentos voltados para a geração de energia elétrica.

Em janeiro de 2002, a produção de bens de capital voltou a apresentar expansão, que atingiu 1,1%. Na composição dessa taxa, destacaram-se os

desempenhos registrados pela produção de equipamentos dirigidos para o setor de construção, 28,9%, e para a ampliação das instalações industriais, 12,9%, bem como a produção de peças agrícolas, 8,3%.

Produção de autoveículos

Discriminação	Variação percentual				
	2001			2002	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev*
Mês^{1/}					
Máquinas agrícolas	3,7	3,6	1,1	-2,2	-3,3
Ônibus	22,0	13,3	-8,3	12,2	5,6
Caminhões	6,3	-5,4	0,3	-0,7	6,9
No ano					
Máquinas agrícolas	26,5	24,9	25,1	21,6	15,6
Ônibus	-1,3	1,5	1,1	37,2	37,1
Caminhões	8,3	7,8	6,3	-13,9	-11,3

Fonte: Anfavea

1/ Dados dessazonalizados.

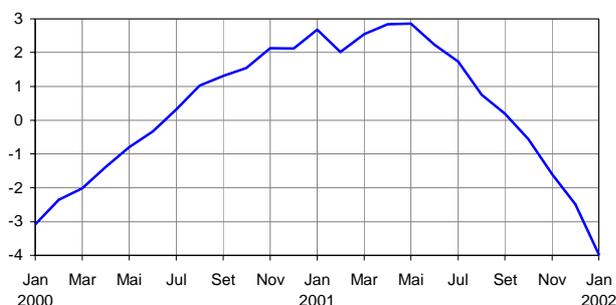
* Preliminar.

Estatísticas da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea) para os dois primeiros meses de 2002 revelaram crescimento de 15,6% na produção de máquinas agrícolas, ante a registrada no primeiro bimestre de 2001. A produção de colheitadeiras expandiu 24,4%, a de tratores, 15%, e a relativa ao item outros, que inclui cultivadores motorizados, tratores de esteira e retroescavadeiras, 4,1%.

Considerando série isenta de influências sazonais, o total produzido de máquinas agrícolas assinalou quedas mensais de 2,2% em janeiro e de 3,3% em fevereiro. Apesar desses resultados negativos, o crescimento de 15,6% no bimestre, ante período correspondente em 2001, mostrou continuidade do processo de absorção de tecnologia no setor agrícola, fato que tem explicado, nos últimos anos, o crescimento acentuado da renda agrícola. Observe-se, entretanto, que tem sido crescente a parcela da produção de máquinas agrícolas destinada ao mercado externo, conforme evidenciado pela expansão de 34,6% de suas exportações no bimestre, e que o valor em dólares das importações de bens de capital destinados ao setor declinou 21,1%, no mesmo período, fato que sugere menor absorção de bens de capital.

Produção de insumos para a construção civil

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

Ainda de acordo com a Anfavea, a expansão na produção de ônibus totalizou 37,1% no primeiro bimestre, ante igual período de 2002, enquanto a relativa a caminhões contraiu 11,3%.

A produção de insumos para a construção civil apresentou declínio ao longo de 2001. Considerando dados dessazonalizados, predominaram resultados mensais negativos, à exceção dos registrados em janeiro e agosto, com o resultado anual revelando contração de 2,5%.

Cabe destacar a importância relativa da construção nos gastos relacionados à formação bruta de capital fixo, respondendo, em média, por 60% do total. A queda apresentada pelo setor em 2001, ante crescimento de 1,5% do PIB, compromete o crescimento da participação dos investimentos no produto.

Em janeiro de 2002, a produção de insumos voltou a crescer, com taxa que atingiu 0,3%, a partir de série isenta de influências sazonais. Como consequência da trajetória de queda ao longo de 2001, comparativamente a janeiro de 2001, foi registrado patamar 10,9% inferior. A expectativa é de que o setor volte a apresentar desempenho favorável ao longo do ano, haja vista, dentre outros fatores, a acentuada elevação da produção de equipamentos destinados ao setor por dois anos consecutivos.

O total dos desembolsos do Sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S. A. (BNDESpar) – atingiu R\$4,4 bilhões no primeiro bimestre de 2002, com crescimento de 66,1% relativamente ao de igual período de 2001. Por setores de atividade, os financiamentos recebidos por comércio/serviços cresceram 286,6%, pela indústria extrativa, 68,5%, seguindo-se os direcionados à agropecuária, 56,4%, e à indústria de transformação, 0,8%.

A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), custo para os financiamentos tomados junto ao Sistema BNDES, foi estabelecida em 10% a.a. para o primeiro trimestre de 2002, patamar em vigência desde o último trimestre de 2001.

1.5 – Conclusão

Os indicadores de atividade referentes ao final de 2001 e início de 2002 delinearam cenário de recuperação lenta da demanda por consumo. Nesse sentido, destacaram-se como fatores positivos a melhora das expectativas dos consumidores, bem como o comportamento favorável do mercado de trabalho. Por outro lado, limitaram a expansão do consumo a inadimplência e as indicações de queda dos rendimentos e

salários médios reais, mesmo que setorialmente ainda sejam registrados ganhos, como na indústria de transformação.

Registre-se, ainda, que a capacidade de comprometimento da renda futura é reduzida também pela cautela dos consumidores, traduzida, nas últimas pesquisas de intenções de consumo, pela preocupação com a evolução da taxa de desemprego e da inflação. Observa-se, portanto, que não existem fontes de pressão sobre a demanda por consumo que possam pressionar os preços.

Dados referentes à produção industrial evidenciaram movimento de recuperação do setor a partir de novembro, respaldado pelos resultados de pesquisas que apontaram elevação da confiança dos empresários e predominância de expectativas otimistas para o médio prazo. A mudança de cenário traduziu, dentre outros fatores, o fim dos efeitos restritivos da crise de energia sobre a produção da indústria.

Cabe ressaltar que as primeiras estimativas para a safra de grãos de 2002 apontam queda de 1%. Entretanto, para produtos importantes na composição dos índices de preços ao consumidor, como arroz e feijão, espera-se elevação da produção, o que poderá favorecer, ao longo do ano, redução dos preços desses bens, após alta acentuada em 2001. Em contrapartida, a redução prevista para a primeira safra de milho poderá elevar os preços do produto e, em consequência, também os preços da pecuária.

De forma geral, verificou-se, portanto, comportamento da oferta compatível com a evolução da demanda. Mesmo na presença de circunstâncias que favoreçam a expansão da demanda por produtos da indústria, a capacidade de reposição do setor será facilitada pela existência de ociosidade das instalações.

O comportamento do emprego formal continua apresentando trajetória positiva. Mesmo a redução de postos de trabalho inerente à sazonalidade de dezembro ocorreu com intensidade menor do que em anos anteriores. Em janeiro, o indicador mostrou crescimento, acompanhando recuperação gradual da maior parte dos indicadores do nível de atividade. A evolução da taxa de desemprego, apesar do crescimento em janeiro, não se contrapõe ao comportamento do emprego formal, na medida em

que tem aumentado o número de ocupações, embora em intensidade inferior à expansão da população economicamente ativa.

A evolução dos salários e rendimentos, por outro lado, mostra perda do poder aquisitivo, exceção feita aos registros de pesquisas que consideram a indústria de transformação. Dessa forma, o aumento do número de empregados tem sido acompanhado apenas por elevação nominal da massa de rendimentos, não exercendo pressões de demanda.

Assinale-se, no entanto, que a queda da produtividade, combinada com crescimento do CUT real e redução menos acentuada do CUT nominal, evidencia menor capacidade de absorção do fator trabalho de impactos sobre os custos advindos de fatores tais como depreciação cambial e reajustes de preços administrados.

Quanto ao comportamento dos investimentos, os indicadores setoriais registraram desaceleração nos últimos meses de 2001. Esse movimento foi detectado na produção de bens de capital e de insumos da construção. A produção de equipamentos, mesmo registrando quedas nos últimos meses, caracterizou-se por expansão generalizada da capacidade produtiva dos diversos setores, movimento registrado pelo segundo ano consecutivo.

2 – Preços

O comportamento dos índices de preços, ao término de 2001, refletiu pressões de custos de produção provenientes, sobretudo, da depreciação da taxa de câmbio, no segundo e terceiro trimestres, e a retomada do crescimento da atividade econômica no período, que propiciou a recomposição de margens por parte das empresas. As taxas de inflação de dezembro, embora mostrassem arrefecimento, revelaram a continuidade desse processo. Entre outros, destacaram-se os aumentos de preços de móveis e utensílios domésticos, aparelhos eletro-eletrônicos e produtos farmacêuticos. Além disso, o crescimento dos gastos com alimentação, principalmente em virtude dos aumentos dos preços de carnes, e as altas de preços dos produtos administrados, tiveram influência marcante no último mês do ano.

No início de 2002, três fatores têm determinado a evolução dos índices de inflação. Os dois primeiros, de caráter sazonal, referem-se aos gastos com educação e aos aumentos dos preços da alimentação, que, embora em arrefecimento, ainda mantiveram variações relativamente elevadas. O terceiro fator constitui-se nos reajustes de preços dos produtos administrados, principalmente tarifas de energia elétrica e combustíveis.

2.1 – Índices gerais

Índices gerais

Discriminação	Variação % mensal				
	2001	2002			
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IGP-DI	1,5	0,8	0,2	0,2	0,2
IPA	1,9	0,7	-0,1	-0,1	0,1
IPC	0,7	0,8	0,7	0,8	0,1
INCC	0,9	0,7	0,3	0,4	0,6

Fonte: FGV

As taxas de variação dos índices gerais de preços da FGV mostraram recuo acentuado em dezembro, mantendo, desde então, taxas mensais inferiores às dos demais indicadores de preços. Esse comportamento deve-se à influência dos preços praticados no segmento atacadista, que acusaram expressiva desaceleração de novembro a fevereiro,

explicada pela evolução dos preços agrícolas e industriais. A variação mensal dos preços agrícolas por atacado, que havia atingido 1,74%, em outubro de 2001, apresentou trajetória declinante de novembro daquele ano a fevereiro de 2002, mês em que revelou contração de 0,44%. Esse movimento refletiu o encerramento do período de safra e o registro de condições meteorológicas favoráveis para o período.

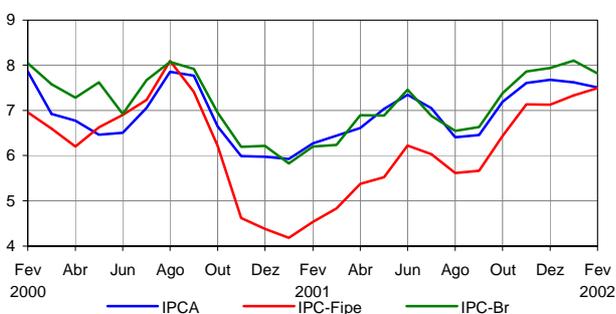
Os preços industriais mostraram arrefecimento até janeiro, tendo registrado taxas de 0,65%, em novembro, de -0,32% em dezembro e em janeiro e de 0,36% em fevereiro. Além da influência da taxa de câmbio, deve-se ressaltar o impacto favorável decorrente do recuo dos preços dos combustíveis em janeiro, item com participação de 11% na composição do Índice de Preços por Atacado (IPA).

2.2 – Índices de preços ao consumidor

Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

Preços ao consumidor

Variação % em 12 meses

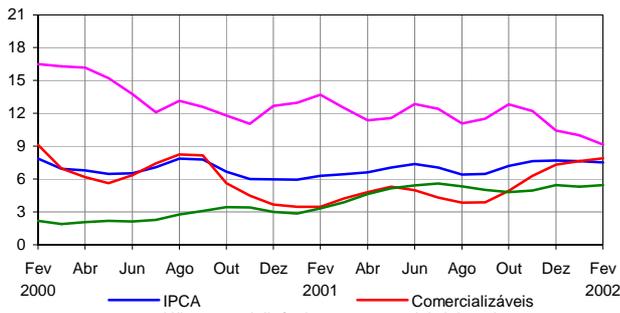


Fonte: IBGE, Fipe e FGV

A inflação, medida pelo IPCA, seguiu mostrando tendência declinante ao final de 2001 e início deste ano. As taxas decrescentes, assinaladas desde novembro, refletiram principalmente a evolução dos preços dos alimentos, item com a maior participação na composição do índice, cujas variações mensais recuaram de 1,31%, em novembro, para 0,2% em fevereiro, refletindo o término da entressafra de gêneros como carnes, feijão e arroz. Além da alimentação, ressaltou-se o impacto favorável dos preços administrados em função da liberação dos preços dos combustíveis.

Preços ao consumidor

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

Apesar de mostrar desaceleração, as taxas de dezembro e janeiro ainda apresentaram-se relativamente elevadas. Em dezembro, o crescimento registrado pelo IPCA decorreu, fundamentalmente, de aumentos dos preços administrados - tarifas de energia e de ônibus urbano, ambas no Rio de Janeiro; da sazonalidade desfavorável dos preços do vestuário; e da alta dos preços de medicamentos.

Preços ao consumidor

Discriminação	Variação percentual				
	2001			2002	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
Mês					
IPCA	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4
IPC-Fipe	0,7	0,6	0,2	0,6	0,3
IPC-Br	0,7	0,8	0,7	0,8	0,1
Acumulado no ano (anualizado)					
IPCA	7,5	7,6	7,7	6,4	5,4
IPC-Fipe	7,5	7,5	7,1	7,1	5,1
IPC-Br	7,6	7,9	7,9	9,9	5,7
12 meses					
IPCA	7,2	7,6	7,7	7,6	7,5
IPC-Fipe	6,4	7,1	7,1	7,3	7,5
IPC-Br	7,4	7,9	7,9	8,1	7,8

Fonte: IBGE, Fipe e FGV

Com o resultado de dezembro, o IPCA assinalou variação de 7,67% no ano, percentual que refletiu, sobretudo, a elevação de 10,45% nos preços dos bens e serviços administrados. Apresentaram crescimentos acima da média do índice os preços dos seguintes grupos: alimentação, 9,63%, com destaque para bovinos, 12,17%, pão francês, 22,09%, e arroz, 43,59%; habitação, 9,4%, que considera os itens energia elétrica, 17,93%, taxa de água e esgoto, 15,5%, e gás de bujão, 15,6%; e transporte, 8%, em especial ônibus urbano, 15,54%, e gasolina, 7,19%. Deve-se observar que, além de choques de oferta advindos do setor agrícola, os preços refletiram a evolução da taxa de câmbio, sobretudo no segundo e terceiro trimestres.

Em janeiro, o comportamento dos preços administrados foi o principal determinante da taxa do IPCA. A liberação dos preços dos combustíveis em nível de refinaria resultou em impactos diferenciados sobre o índice: ao recuo de 9,9% verificado nos preços da gasolina ao consumidor contrapôs-se o aumento de 16,7% do preço do gás de bujão, como conseqüência do fim do subsídio destinado ao produto. Assinale-se, ainda, a variação de 4,51% na tarifa de energia elétrica, reflexo do reajuste de 18,63% realizado por concessionária do Rio de Janeiro, em dezembro, e do reajuste extraordinário de 2,9%, concedido, também, em dezembro, na maioria das áreas pesquisadas. O item ônibus urbano acusou elevação de 1,34%, resultado associado ao reajuste de 15% nas tarifas em Belo Horizonte ao final de 2001.

A queda mais acentuada registrada na inflação de fevereiro esteve vinculada a dois fatores: à redução dos preços dos combustíveis, de 4,12%, e ao arrefecimento dos gastos com alimentação, que registrou 0,20%, ante 0,85% em janeiro. A continuidade da queda dos preços da gasolina refletiu, ainda, a liberação dos preços do setor ocorrida em janeiro. O item alimentação foi influenciado, sobretudo, pela queda dos preços de cereais e leguminosas e das carnes bovina e de frango. As contribuições desses fatores mais que compensaram o efeito do reajuste de 5,51% das mensalidades escolares, captado pelo IPCA apenas nesse mês.

2.3 – Preços administrados

O aumento dos preços dos itens administrados contribuiu com 0,14 p.p. da variação de 0,65% do IPCA em dezembro. Entre os impactos registrados no mês, destacaram-se os associados a ônibus urbano e energia elétrica no Rio de Janeiro, ambos concedidos em dezembro, e a taxas de emplacamentos e licença para veículos, reajuste médio de 13,25%. Em 2001, os preços administrados foram responsáveis por cerca de 39% da variação do IPCA, equivalente a 3,01 p.p. na variação de 7,67% registrada pelo índice no ano. Os itens que mais pressionaram a inflação do período foram tarifas de ônibus urbanos, 15,54%, telefonia fixa, 7,56%, energia elétrica, 17,93%, e gasolina, 7,2%.

Em primeiro de janeiro, o setor de combustíveis foi desregulamentado pelo Governo, o que implicou o fim do controle de preços da gasolina, óleo diesel e gás de bujão na refinaria, e a liberação de fretes e margens de lucro em todo país. O processo resultou, ainda, na substituição da Parcela de Preço Específica (PPE) pela Contribuição por Intervenção no Domínio Econômico (Cide), o que possibilitou expressivas reduções dos preços dos combustíveis. Em contrapartida, o fim do subsídio concedido ao gás de cozinha determinou aumentos de preços desse derivado. No IPCA, os impactos dessas medidas foram captados, principalmente, pelas variações de -9,92% e de 17,87% nos preços da gasolina e do gás de bujão em janeiro. Assinalem-se, adicionalmente, os aumentos da energia elétrica residencial, em virtude do reajuste concedido no Rio de Janeiro, ao final de dezembro, e o das tarifas de ônibus urbano, repercutindo o aumento da tarifa registrado em Belo Horizonte. Como resultado, os preços administrados foram responsáveis por 0,11 p.p. da taxa de 0,52% do IPCA em janeiro.

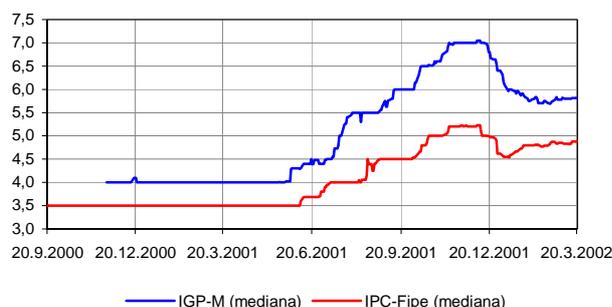
Em fevereiro, os preços administrados contribuíram com -0,11 p.p. na taxa do mês, em virtude, principalmente, da continuidade da queda dos preços da gasolina. Os efeitos da liberalização dos preços repercutiram com intensidade ainda em fevereiro, devido à defasagem no recálculo, após a desregulamentação, da base de incidência do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação (ICMS) sobre combustíveis pelos governos estaduais.

2.4 – Expectativas de mercado

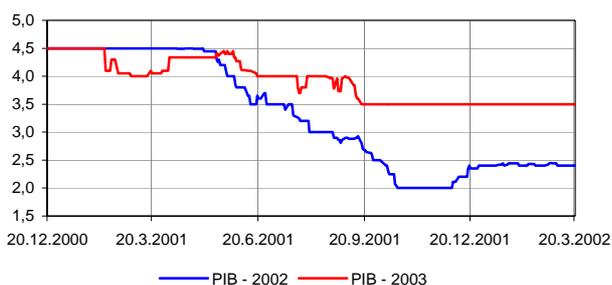
Evolução diária das expectativas de mercado para a inflação medida pelo IPCA



Evolução diária das expectativas de mercado para a inflação para 2002



Evolução diária das expectativas de mercado para o crescimento real do PIB para 2002 e 2003



O Grupo de Comunicação Institucional do Banco Central do Brasil (GCI) realiza pesquisa diária envolvendo amostra média de aproximadamente 100 consultorias e instituições, objetivando detectar as expectativas quanto à evolução das principais variáveis econômicas.

A mediana das expectativas de inflação para 2002 medidas pelo IPCA atingiu 5% em 20 de março de 2002, mesmo patamar de 19 de dezembro de 2001. Para 2003, as expectativas mantiveram-se em 4% a.a., no mesmo período. Quanto às medianas dos *Top five* de curto prazo, decresceram de 5,31% para 4,87%, para 2002, e de 4,65% para 3,78%, para 2003.

No que se refere à evolução do Índice Geral de Preços - Mercado (IGP-M), as expectativas para 2002 reduziram-se, tendo a mediana variado de 6,8%, em 19 de dezembro de 2001, para 5,78% em 20 de março de 2002. Para 2003, a mediana das expectativas passou de 4,7% para 4,67%. As expectativas quanto ao Índice de Preços ao Consumidor da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (IPC-Fipe) para 2002 apresentaram a mesma tendência registrada para o IGP-M, reduzindo-se de 4,99%, em 19 de dezembro de 2001, para 4,88% em 20 de março de 2002. Para 2003, as expectativas mantiveram-se em 4%, no mesmo período.

No que se refere às expectativas das medianas dos *Top five* de curto prazo, reduziram-se de 5,9% para 5,73%, para 2002, e elevaram-se de 4,04% para 5,18%, para 2003, no caso do IGP-M.

A mediana das expectativas para o crescimento da atividade econômica para 2002 manteve-se em 2,4%, e a relativa a 2003, em 3,5%.

Desvio-padrão das expectativas de mercado para a inflação para 2002



Os desvios-padrão dos índices de preço esperados para 2002, que, em 19 de dezembro de 2001, registraram 0,52% para o IPCA, 1,29% para o IGP-M e 0,6% para o IPC-Fipe, passaram para 0,33%, 0,65% e 0,47%, respectivamente, em 20 de março de 2002, com trajetória de diminuição da dispersão das expectativas da inflação para 2002.

O desvio-padrão das expectativas de crescimento real do PIB para 2002 passou de 0,53%, em 19 de dezembro de 2001, para 0,48% em 20 de março de 2002. Para 2003, houve decréscimo de 0,51% para 0,36%, no mesmo período.

2.5 – Conclusão

O reajuste previsto para os combustíveis, a vigorar a partir de 16 de março, sobrepondo-se ao já efetivado no segundo dia desse mesmo mês, deverá resultar em interrupção temporária do processo de desaceleração das taxas de inflação. Assim, os efeitos desfavoráveis desse aumento irão contrapor-se ao esgotamento de pressões presentes no início do ano, associadas aos itens escolas e alimentos *in natura*, e ao arrefecimento dos preços dos produtos agrícolas, que têm refletido condições meteorológicas favoráveis para o período.

A despeito desse fato, ressalte-se que a perspectiva delineada para a evolução dos preços é bastante favorável, tendo em vista os seguintes fatores: primeiro, a ausência de pressões significativas advindas da taxa de câmbio; segundo, a ociosidade da capacidade instalada no setor fabril, que, apesar da recuperação do nível de atividade, situa-se em patamar significativamente inferior ao de igual período de 2001; e, adicionalmente, a perspectiva de ganhos de produtividade em todos os setores da economia, como conseqüência do aumento dos investimentos em 2001 e 2002.

3 – Políticas creditícia, monetária e fiscal

3.1 – Crédito

As operações de crédito apresentaram expansão moderada no trimestre dezembro a fevereiro, desempenho semelhante ao observado no período anterior. O resultado esteve vinculado à sazonalidade do período, expressa, no que se refere às empresas, pela redução na demanda por recursos, tendo em vista a ampliação do fluxo de receita resultante do recebimento de vendas a prazo realizadas no fim do ano anterior. Quanto às famílias, observou-se comportamento oposto, com o incremento da demanda por empréstimos, principalmente crédito rotativo, evidenciando a concentração de compromissos, característica do início do ano.

Evolução do crédito

Discriminação	2001		2002		R\$ bilhões	
	Nov	Dez	Jan	Fev	Variação	
					3 meses	12 meses
Total	336,7	332,4	333,5	334,4	-0,7	2,2
Recursos livres	196,8	192,7	195,5	196,0	-0,4	21,0
Pessoa jurídica	126,6	122,8	123,3	123,4	-2,6	16,7
Cambiais	42,4	39,8	41,5	41,5	-2,2	14,0
Pessoa física	70,2	69,9	72,2	72,6	3,4	29,0
Direcionados	118,2	118,2	117,4	117,8	-0,3	-15,7
Habitação	21,2	21,3	21,4	21,4	1,0	-55,5
Rural	26,7	26,1	26,3	26,6	-0,3	-4,2
BNDES	65,4	65,7	66,1	66,7	1,9	13,8
Outros	4,9	5,1	3,6	3,1	-36,5	-40,5
Leasing	12,0	11,6	11,0	11,0	-8,1	-17,8
Setor público	9,6	9,8	9,5	9,5	-0,6	-21,7
Participação %:						
Total/PIB	27,1	26,7	26,8	26,8		
Rec. livres/PIB	15,8	15,5	15,7	15,7		
Rec. direc./PIB	9,5	9,5	9,4	9,4		

Assinale-se que a postura conservadora das instituições financeiras na concessão do crédito vem sendo condicionada pelo aumento do risco e da inadimplência, sobretudo nas operações com pessoas físicas, resultante da queda da renda disponível das famílias. Essa conjuntura concorre para manutenção do patamar das taxas ativas e do *spread* bancário.

Assim, o saldo total das operações de crédito do sistema financeiro alcançou R\$334,4 bilhões em fevereiro, registrando estabilidade no trimestre e crescimento de 2,2% em 12 meses. Como resultado, a participação dos empréstimos em relação ao PIB situou-se em 26,8%, comparativamente a 28,3% em fevereiro de 2001.

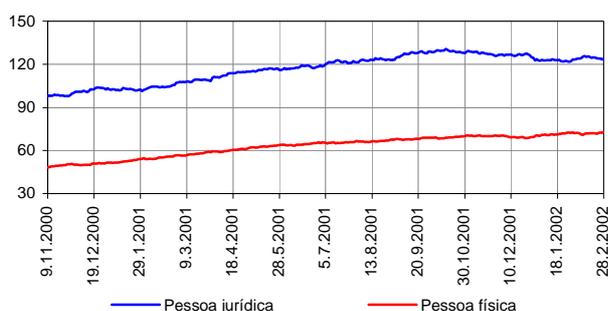
As operações com recursos direcionados atingiram R\$117,8 bilhões, revelando declínio de 0,3% em relação ao do trimestre anterior, com destaque para os financiamentos realizados pelo sistema BNDES, que cresceram 1,9% no período.

Os desembolsos do sistema BNDES, em fevereiro, somaram R\$4,4 bilhões, ante R\$2,6 bilhões em igual período do ano anterior. Os financiamentos absorvidos pela indústria de transformação representaram 40,6% do total concedido, com ênfase para os setores de máquinas, outros equipamentos de transporte e produtos alimentícios e bebidas. Os financiamentos direcionados ao segmento de serviços, incluindo-se comércio, representaram 47,4% do total, destinando-se, principalmente, às atividades relacionadas a energia e eletricidade, transportes e construção. As consultas ao banco de fomento, importante indicador do nível de confiança para investimentos de médio e longo prazos, alcançaram R\$9,8 bilhões em fevereiro de 2002, comparativamente a R\$4,1 bilhões em fevereiro de 2001.

O estoque das operações de *leasing* totalizou R\$11 bilhões em fevereiro, traduzindo decréscimo de 8,1% no trimestre. Esse desempenho esteve relacionado à continuidade do processo de liquidação de contratos e à contração na demanda por essa modalidade de crédito, revelando a opção dos tomadores por modalidades que não incorporem flutuação cambial, tais como crédito pessoal. A dívida bancária do setor público atingiu R\$9,5 bilhões, com decréscimo de 0,6% no período de novembro a fevereiro.

Operações de crédito com recursos livres - saldo total

R\$ bilhões



O volume das operações com recursos livres manteve-se no mesmo patamar do trimestre anterior, totalizando R\$196 bilhões em fevereiro de 2002, o que representa 58,6% do saldo total do sistema financeiro.

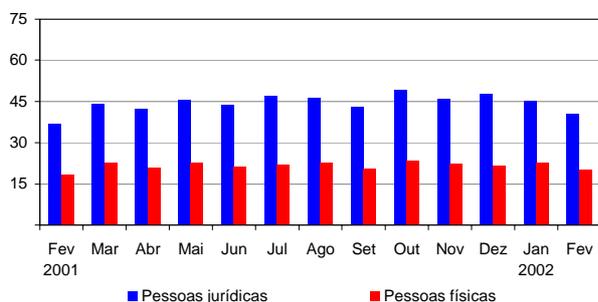
O estoque total de crédito contratado com pessoas jurídicas atingiu R\$123,4 bilhões, apresentando contração de 2,6% no trimestre. As operações vinculadas a recursos internos alcançaram

R\$81,9 bilhões, declínio de 2,8% em relação ao total de novembro de 2001. A contração no saldo dessas operações decorreu, principalmente, do menor nível de concessões, sinalizando a retração dos negócios e o maior grau de liquidez das empresas. Nesse sentido, registra-se que a média trimestral das novas contratações de dezembro a fevereiro de 2002 diminuiu 5,6% em relação à assinalada no trimestre anterior.

No que se refere às modalidades para pessoas jurídicas, referenciadas em moeda estrangeira, o saldo contraiu 2,2% em relação ao de novembro de 2001, ressaltando-se o decréscimo trimestral de 4,9% no estoque das operações de repasses externos. O desempenho reflete os efeitos contábeis da variação cambial sobre essas carteiras e a concentração de vencimentos no período, considerando-se que a média trimestral dos desembolsos totais dessas operações aumentou 9,6%, na comparação com o trimestre anterior.

Operações de crédito com recursos livres - concessões totais no mês

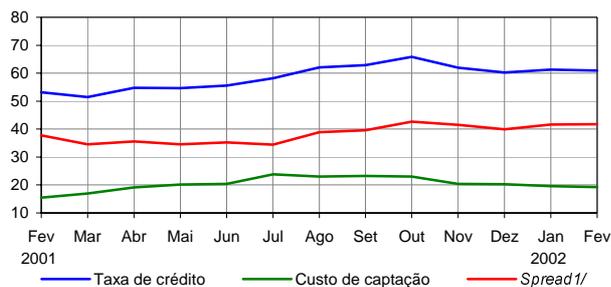
R\$ bilhões



O volume total de operações com pessoas físicas alcançou R\$72,6 bilhões em fevereiro, significando aumento trimestral de 3,4%. Cabe destacar as oscilações, ao longo do trimestre, das carteiras de cheque especial e cartão de crédito, que refletiram, em dezembro, a menor utilização dessas linhas de crédito em decorrência da disponibilidade de renda devido ao recebimento do décimo terceiro salário e, posteriormente, o aumento da procura por esses recursos motivado pela concentração de despesas das famílias no começo do ano. No que diz respeito aos desembolsos efetuados a esse segmento, a média trimestral mostra retração de 2,7% em relação à registrada no trimestre anterior.

Spread das operações de crédito prefixadas - média do mercado

% a.a.



1/ p.p.

As taxas de juros praticadas nas operações de crédito do segmento livre recuaram desde novembro, após movimento ascendente no terceiro trimestre do ano passado. Em fevereiro, a média das taxas ativas registrou queda de 0,9 p.p. em relação à de novembro, situando-se em

61% a.a., refletindo maior estabilidade no cenário econômico, expressa, igualmente, pela redução das taxas de juros no mercado futuro. Ao mesmo tempo, o corte de 0,25 p.p. na meta da taxa Selic, determinado pelo Comitê de Política Monetária (Copom), em reunião de 20 de fevereiro, impactou favoravelmente as expectativas do mercado, sinalizando perspectivas de reduções das taxas ativas nos próximos meses.

No segmento de crédito destinado a pessoas jurídicas, a taxa de juros média situou-se em 43,8% a.a., patamar ligeiramente inferior ao de novembro. A relativa estabilidade no período foi resultante de tendências opostas de comportamento entre as modalidades. Assim, a elevação na taxa de juros relativa à conta garantida, motivada pelo crescimento da utilização do produto cheque especial pessoa jurídica, que apresenta a taxa mais elevada nessa modalidade, contrapôs-se às retrações nas taxas de juros incidentes em operações de capital de giro, aquisição de bens e *vendor*, modalidades de menor risco, tendo em vista as garantias a elas associadas.

Nas operações com pessoas físicas, a taxa de juros média alcançou 72,4% a.a. em fevereiro, apresentando redução de 1,7 p.p. na comparação com novembro de 2001. Nesse segmento, foram observadas quedas nas taxas relativas a crédito pessoal, enquanto, em sentido inverso, o custo de financiamento a veículos explicitou,

Spread entre taxas de juros ativas e passivas em operações com taxas prefixadas

Período	Média do mercado	Pessoa jurídica	P.P.	
			Pessoa física	
2001	Jan	35,1	20,3	47,9
	Fev	37,8	22,2	50,6
	Mar	34,6	20,0	46,2
	Abr	35,6	21,0	46,8
	Mai	34,6	20,1	45,0
	Jun	35,2	20,4	45,9
	Jul	34,4	19,9	44,8
	Ago	38,9	23,0	50,2
	Set	39,6	23,3	51,0
	Out	42,7	26,2	54,3
	Nov	41,5	24,5	53,1
	Dez	39,9	24,4	51,0
2002	Jan	41,6	25,3	52,7
	Fev	41,8	25,2	52,9

em janeiro e fevereiro, o término de campanhas promocionais para diminuir os estoques de veículos das montadoras.

Em fevereiro, o *spread* médio praticado em operações com taxas prefixadas atingiu 41,8 p.p., superando em 0,3 p.p. o assinalado em novembro. Esse desempenho reflete a contração na taxa de juros futura, que se constitui no referencial dos custos de captação, mais intensa do que a observada nas taxas ativas.

O custo médio de captação das operações com pessoas jurídicas declinou 0,8 p.p., e o *spread* relativo ao segmento elevou-se 0,7 p.p.,

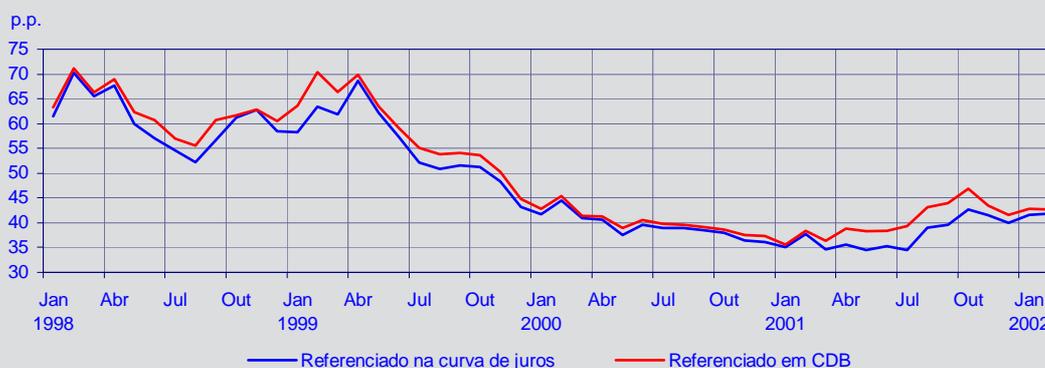
Alterações no cálculo do *spread* bancário

Em 1999, o Banco Central divulgou o primeiro estudo sobre juros e *spread* bancário, evidenciando a prioridade governamental em reduzir os juros cobrados pelos bancos em suas operações de crédito. No referido estudo, o *spread* bancário foi definido como a diferença entre a taxa ativa de juros e a taxa dos Certificados de Depósitos Bancários (CDB), essa utilizada como referência de custo de captação. A mesma taxa de captação era aplicada como referência de custo no cálculo dos *spreads* das diversas modalidades de crédito, sem o diferenciar pelo prazo.

Visando aperfeiçoar a metodologia inicial, foram introduzidas modificações para apurar a influência do prazo nas taxas de captação, e conseqüentemente nos custos das instituições. Para as modalidades com prazo médio em torno de trinta dias, manteve-se a taxa de CDB como referência. Para as de prazo maior, foram utilizadas como custo referencial as taxas médias dos contratos de *swaps* Depósito Interfinanceiro (DI) x pré, calculadas pela Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), com prazos semelhantes aos das modalidades. A agregação em taxas para pessoa jurídica e pessoa física foram obtidos por meio dos custos das modalidades que compõem cada segmento, ponderados pelos respectivos saldos.

Os resultados obtidos pela nova metodologia, reproduzidos no gráfico abaixo, situaram-se abaixo do *spread* referenciado em CDB, reflexo do custo mais elevado de modalidades com prazos mais dilatados, como aquisição de veículos e crédito pessoal, que possuem forte peso na carteira. Nos momentos em que houve maior estabilidade no mercado de juros, o *spread* bancário referenciado na curva de juros apresentou comportamento e valores próximos ao anterior, visto que a menor inclinação da curva reduz a diferença entre as taxas de curto e longo prazo.

Spread referenciado na curva de juros x referenciado em CDB



Entretanto, em momentos de incerteza, como o ocorrido a partir de março de 2001, a nova metodologia conseguiu captar com maior eficiência a volatilidade do mercado. Enquanto a forma de cálculo anterior registrava crescimento, devido à elevação da taxa ativa e manutenção do CDB, o novo *spread* bancário manteve o patamar até julho, revelando o aumento dos custos de captar recursos a médio e longo prazo. A partir de agosto, as taxas ativas registraram crescimento mais vigoroso, aumentando o *spread*, devido à pressão dos custos de inadimplência. As instituições promoveram alterações mais profundas em suas políticas de crédito, restringindo o acesso aos financiamentos e aumentando a taxa para cobrir o aumento do risco de crédito.

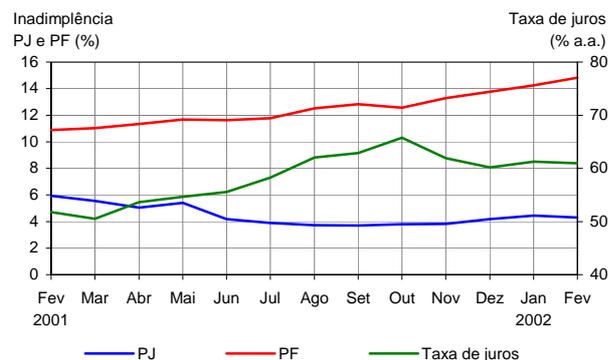
O aumento da dispersão entre as duas metodologias ocorrido em momentos de crise, como o segundo semestre de 1998 (Crise da Rússia), o primeiro semestre de 1999 (Desvalorização do real) e a partir de março de 2001 (Crise da Argentina) é decorrente da maior inclinação da curva de juros, cujas taxas dos prazos mais dilatados sofreram majoração superior às taxas de curto prazo. A diminuição da volatilidade reduziu gradualmente o hiato entre elas.

situando-se em 25,2 p.p. em fevereiro. O *spread* associado às operações com pessoas físicas manteve-se relativamente estável, alcançando 52,9 p.p. no final do trimestre. Esse resultado refletiu a redução de 1,5 p.p. na taxa passiva para o segmento e a queda nas taxas de juros ativas. Destaque-se que as taxas de contratos de *swap* DI x pré de longo prazo registraram, no período, quedas mais acentuadas do que as taxas de curto prazo.

Com vistas a estimular a redução do fator risco na composição do *spread* bancário, o Conselho Monetário Nacional (CMN) editou a Resolução 2.933, de 28.2.2002, autorizando a realização de operações de derivativos de crédito por parte do sistema financeiro.

Os prazos médios das operações de crédito mantiveram crescimento moderado, comportamento observado durante a maior parte de 2001. Nesse contexto, os prazos relativos a fevereiro de 2002 totalizaram 103 dias no segmento de crédito a empresas e 301 dias no de empréstimos a pessoas físicas, superando em 3 dias, em ambos os segmentos, os valores registrados em novembro de 2001.

Taxa de inadimplência e taxa de juros



A inadimplência das operações de crédito contratadas com recursos livres manteve a tendência de crescimento verificada ao longo de 2001, atingindo, em fevereiro, 8,5%, ante 7,6% em novembro. Nas operações com pessoas jurídicas, o percentual de atrasos cresceu 0,5 p.p. no trimestre, alcançando 4,3%. No mercado de crédito com pessoas físicas, o percentual de atrasos da carteira totalizou 14,9% em fevereiro, representando alta de 1,1 p.p. no trimestre. O incremento dos níveis de atrasos a pessoas físicas foi determinado, principalmente, por cheque especial, cujo percentual de atrasos cresceu 1,6 p.p. A deterioração da carteira dessa modalidade ocorreu, basicamente, em função dos efeitos das compras de fim de ano, de despesas escolares e do volume de impostos incidentes nesta época do ano.

Derivativos de crédito

Tendo em vista o objetivo de estimular a redução do fator risco na composição do *spread* bancário, as instituições financeiras foram autorizadas, por meio da Resolução 2.933, de 28.2.2002, a realizar operações de derivativos de crédito. Esses instrumentos foram conceituados como contratos em que as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo referenciado nessas operações.

O ativo objeto da negociação, cujo valor é limite para a transferência de risco, é definido como o crédito decorrente de operações de empréstimo, financiamento ou arrendamento mercantil, títulos de crédito, valores mobiliários, fianças, avais e outros instrumentos e contratos financeiros ou comerciais sujeitos a risco de crédito, negociados e praticados no mercado doméstico. É vedada a sua cessão, alienação ou transferência, direta ou indireta, a qualquer título durante o prazo de vigência do contrato de derivativo de crédito a ele referenciado.

Assinale-se que os principais instrumentos de derivativos de crédito utilizados internacionalmente são *swap* de crédito (*credit default swap*) e *swap* de taxa de retorno total (*total rate of return swap*). Nos contratos de *swap* de crédito transfere-se o risco da instituição

que realizou a operação (contraparte transferidora de risco) para o garantidor (contraparte receptora de risco), o qual assume a obrigação de comprar os créditos referenciados ou, simplesmente, de pagar determinado valor caso ocorra inadimplência. Nos contratos de *swap* de taxa de retorno total, tanto a remuneração do garantidor como as suas obrigações decorrentes de inadimplência do mutuário da operação são calculadas com base no fluxo total de pagamentos.

Importante ressaltar que o risco de crédito do ativo subjacente deve, necessariamente, ser detido, no momento da contratação, por quem transfere o risco, exceto quando for regularmente negociado em mercados organizados, possibilitando que a formação de preço seja transparente e passível de verificação pelo mercado. Entretanto, ambas as contrapartes devem computar as operações no cálculo do patrimônio líquido exigido (PLE) na proporção do risco assumido.

Estão autorizados a atuar como contraparte receptora de risco de crédito os bancos múltiplos, os bancos comerciais, os bancos de investimento, a Caixa Econômica Federal (CEF), as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito imobiliário e as sociedades de arrendamento mercantil. Cabe esclarecer que o Banco Central submeteu a audiência pública (Edital 14/2001) a circular que regulamentará as operações de derivativos de crédito.

Distribuição setorial e qualidade do crédito

O volume das operações de crédito contratadas pelo setor privado atingiu R\$324,8 bilhões, declínio de 0,7% no trimestre terminado em fevereiro. Essa trajetória refletiu o movimento generalizado de liquidação, por parte do setor produtivo, de dívidas assumidas até novembro, relacionadas a operações mercantis, a fim de atender a maior demanda de fim de ano, e o menor volume de novas concessões. Esse resultado refletiu a redução de 2,5% nas operações realizadas pelas instituições financeiras privadas, registrando-se que apenas as operações contratadas pelas pessoas físicas e pelo setor rural apresentaram aumentos no trimestre. Em contraste, os empréstimos concedidos pelo sistema financeiro público expandiram 2,9%, tendo-se observado incremento na maior parte dos ramos de atividade, com ênfase para as pessoas físicas e os segmentos industrial e de serviços.

Por ramo de atividade, os recursos destinados à indústria apresentaram queda de 0,7% no trimestre, com o estoque de crédito atingindo R\$100,5 bilhões. Quanto aos empréstimos concedidos ao ramo outros serviços, o saldo alcançou R\$58,9 bilhões em fevereiro, com redução de 3,2% no trimestre. No mesmo período, os empréstimos contratados pelo comércio atingiram R\$35,6 bilhões, declínio de 3,9%.

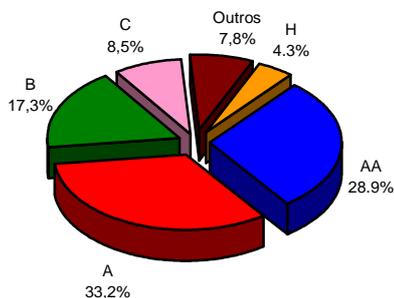
Os financiamentos habitacionais cresceram 0,6% de dezembro a fevereiro, com o saldo alcançando R\$24,1 bilhões em fevereiro, influenciado, fundamentalmente, pela incorporação de encargos financeiros.

O saldo dos financiamentos ao setor rural atingiu R\$26,7 bilhões, retração de 0,3% no trimestre, refletindo a queda sazonal na demanda pelo crédito para custeio no período. As participações relativas dos créditos concedidos para custeio e comercialização atingiram 43,2% e 7,5%, respectivamente, cabendo registrar o aumento sazonal das contratações de financiamento para comercialização no segundo trimestre deste ano. Nesse sentido, o CMN autorizou a abertura de crédito de R\$690 milhões do Fundo de Defesa da Economia Cafeeira (Funcafé), a serem destinados para a comercialização do café, com o objetivo de sustentar os preços do produto, em ambiente de excesso de oferta no mercado internacional.

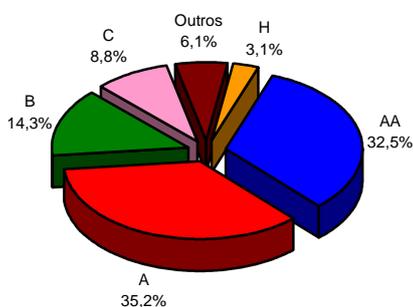
Adicionalmente, a participação dos créditos destinados a investimento rural, modalidade incentivada pelo Programa de Modernização da Frota de Tratores Agrícolas e Implementos Associados e Colheitadeiras (Moderfrota), com repasses do BNDES e Finame, alcançou 49,3%. Tendo em vista o aquecimento do mercado, esse programa ofertou recursos adicionais de R\$670 milhões a serem aplicados de janeiro a junho de 2002, abrangendo o período denominado de pré-custeio, em que os produtores estarão decidindo o montante de seus investimentos para fazer face ao plantio da safra de grãos no segundo semestre do ano.

Os créditos destinados a estados e municípios totalizaram R\$5,8 bilhões, com expansão de 2% no trimestre, tendo em vista, sobretudo, a liberação de recursos do BNDES para investimentos no segmento de distribuição de gás. A dívida bancária do governo

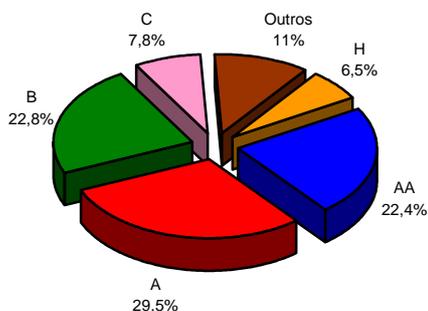
Operações de crédito do sistema financeiro por níveis de risco - Fevereiro 2002



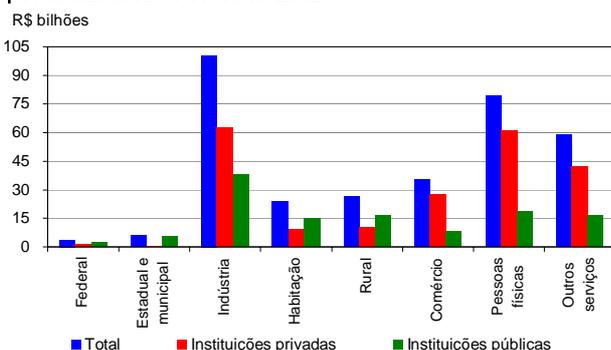
Operações de crédito do sistema financeiro privado por níveis de risco - Fevereiro 2002



Operações de crédito do sistema financeiro público por níveis de risco - Fevereiro 2002



Operações de crédito do sistema financeiro por tomadores - Fevereiro 2002



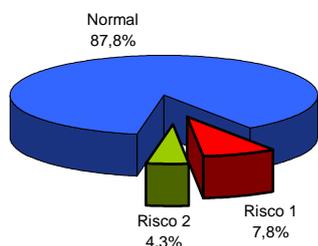
federal situou-se em R\$3,7 bilhões, apresentando declínio de 4,5%, vinculado, fundamentalmente, à liquidação de operações com empresa estatal do setor de energia.

As operações concedidas pelo sistema financeiro privado totalizaram R\$214,6 bilhões em fevereiro, significando queda trimestral de 2,4%. A classificação por níveis de risco mostrou que 67,7% dos ativos de crédito desse segmento encontravam-se enquadrados como AA e A, e 3,1% no nível H, ante 68,8% e 2,9%, respectivamente, em novembro do ano passado.

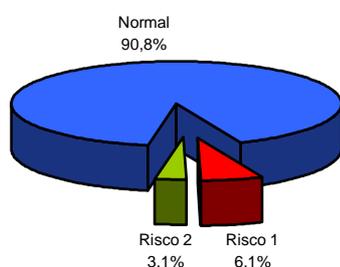
A carteira ativa do sistema financeiro público, saldo de R\$119,8 bilhões, apresentou acréscimo de 2,7% no trimestre. Na classificação por níveis de risco, constatou-se que 51,9% dos créditos do segmento foram registrados nos níveis AA e A, e 6,5% no nível H, comparativamente a 51,8% e 5,5%, na ordem, em novembro. O crescimento das operações inscritas no nível H esteve condicionado à disponibilidade de recursos para a capitalização de instituição oficial em dezembro, ao amparo do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais, o que permitiu a reclassificação dos seus ativos de crédito e constituição das respectivas provisões.

No que se refere ao perfil da carteira de crédito do sistema financeiro, as operações enquadradas em risco normal (de AA a C) totalizaram R\$293,7 bilhões em fevereiro, representando 87,8% do total. Os empréstimos registrados no nível de risco 1 (de D a G) alcançaram R\$26,2 bilhões, e os classificados em risco 2 (nível H), R\$14,5 bilhões, correspondendo a 7,8% e 4,3% do total, respectivamente. Em novembro, essas participações haviam atingido, seqüencialmente, 88,5%, 7,7% e 3,8%.

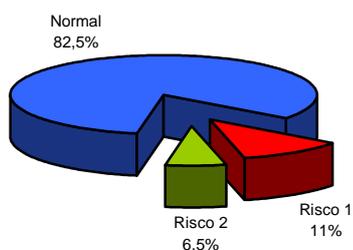
Empréstimos do sistema financeiro - Fevereiro 2002



Empréstimos do sistema financeiro privado - Fevereiro 2002



Empréstimos do sistema financeiro público - Fevereiro 2002



O total provisionado pelo sistema financeiro alcançou R\$25,3 bilhões em fevereiro, com crescimento de 10,4% de dezembro a fevereiro. A participação relativa das provisões sobre o total de créditos situou-se em 7,6%. Os totais provisionados pelos bancos públicos e privados apresentaram participação percentual de 10,1% e de 6,2%, respectivamente.

3.2 – Política monetária

Agregados monetários

O saldo médio dos meios de pagamento, considerado o conceito restrito (M1), situou-se em R\$74,4 bilhões ao final de fevereiro, registrando queda de 5,6% em relação a dezembro. Entre seus componentes, o papel-moeda em poder do público mostrou tendência de queda em sua velocidade-renda no primeiro bimestre de 2002, após período de estabilidade observado no segundo semestre do ano anterior, evidenciando crescimento acima da renda nominal.

No que se refere ao saldo médio dos depósitos à vista, reduziu-se 3,6% no ano, somando R\$46,5 bilhões ao final de fevereiro. A velocidade-renda dos depósitos à vista vem apresentando tendência estacionária, tendo encerrado o mês de fevereiro no mesmo patamar observado ao longo de 2001. Esse desempenho esteve associado, fundamentalmente, ao nível da atividade econômica no período e ao comportamento das operações de crédito.

A média dos saldos diários da base monetária atingiu R\$50,1 bilhões ao final de fevereiro, significando retração de 5,3% no ano. Entre seus componentes, o saldo médio do papel-moeda emitido reduziu-se 7,3%, como resultado da menor demanda sazonal por moeda

Programação monetária no regime de metas para a inflação

O estabelecimento de metas de expansão monetária é um procedimento que foi tradicionalmente adotado pelos bancos centrais para assegurar grau de liquidez da economia compatível com o comportamento desejado do nível de preços. Inicialmente, as metas monetárias eram baseadas em agregados monetários, cujo controle atuaria sobre o nível da atividade econômica e, conseqüentemente, sobre o nível de preços.

O desenvolvimento do sistema financeiro diversificou as formas de pagamento e expandiu a liquidez dos ativos financeiros, alterando o modo que os agregados monetários influenciam o sistema econômico. Atualmente, o controle de agregados monetários tem efeitos incertos sobre a liquidez da economia em sentido amplo, gerando incerteza sobre a eficácia da política monetária.

Em tais circunstâncias, os bancos centrais de países com sistemas financeiros desenvolvidos tendem a controlar as taxas de juros em lugar de estabelecer metas monetárias, como forma de influenciar a demanda. Desse modo, controlada a taxa de juros, os agregados monetários tornam-se endógenos, e as metas, quando neles baseadas, adquirem caráter indicativo.

No Brasil, as metas monetárias inicialmente foram estabelecidas para vigorarem no terceiro e quarto trimestres de 1994, amparadas pelas medidas provisórias que determinaram as regras do Plano Real, convalidadas pela Lei 9.069, de 29 de junho de 1995. De acordo com esse arcabouço legal, a partir do primeiro trimestre de 1995, o Banco Central passou a elaborar programação monetária a ser submetida à aprovação pelo Congresso Nacional, após exame pelo CMN.

A programação monetária no passado fixava limites de expansão para algumas contas da Autoridade Monetária e dos bancos comerciais. Atualmente, a programação monetária consiste de projeções dos principais agregados monetários por meio de sistema de bandas, referindo-se ao último mês de cada trimestre civil. Consideram-se, na programação, os conceitos restritos de base monetária e de meios de pagamento (M1) – para os quais se adotam observações em termos de médias mensais dos saldos nos dias úteis do mês, em função da sazonalidade observada ao longo da semana e ao longo do mês – e os conceitos mais amplos de base monetária (base ampliada) e de meios de pagamento (M4), cujas observações são adotadas em saldos em final de mês.

Aspecto importante no contexto em que as regras vigentes para a programação monetária foram instituídas refere-se à necessidade de vinculação das emissões monetárias primárias às reservas internacionais. Tal procedimento foi indispensável ao modelo de política econômica então vigente, objetivando, fundamentalmente, assegurar a credibilidade do recém

criado padrão monetário e indicou compromisso da Autoridade Monetária com o equilíbrio externo sem pressões sobre a taxa de câmbio, condição necessária para o crescimento econômico sustentável e com estabilidade de preços.

Com a adoção do regime de metas para a inflação, em junho de 1999, o compromisso da autoridade monetária junto à sociedade, passou a ser com os resultados de sua política em termos de estabilidade de preços, prescindindo do cumprimento estrito da emissão monetária. Nesse contexto, considerado o regime de câmbio flutuante, os instrumentos de política monetária não mais são utilizados na defesa de taxas de câmbio preestabelecidas e a vinculação das emissões monetárias às reservas internacionais, além de desnecessária, tende a constituir entrave à adequada condução da política econômica.

Assim, embora metas monetárias possam ser estabelecidas de forma consistente com os parâmetros considerados na determinação das metas para a taxa de inflação, devem ser compreendidas como valores de referência, na medida que o instrumento de política monetária é a taxa de juros e, conseqüentemente, o crescimento monetário estará vinculado a mudanças na meta de taxa de juros e a variações na demanda por moeda. Assinale-se que o objetivo de buscar a estabilidade de preços, associado à criação da programação monetária, encontra-se preservado no regime de metas para a inflação, o que torna dispensável o acompanhamento de metas monetárias.

Ressalta-se, entretanto, que os agregados monetários incorporam informações sobre o comportamento presente e futuro de variáveis macroeconômicas. Por exemplo, movimentos inesperados dos agregados monetários podem indicar variações não previstas da demanda agregada, podendo ter implicações para os preços. Portanto, o acompanhamento dos agregados monetários é importante para as projeções macroeconômicas futuras.

manual, e o relativo às reservas bancárias, 1%, em resposta ao declínio característico nos meses de fevereiro.

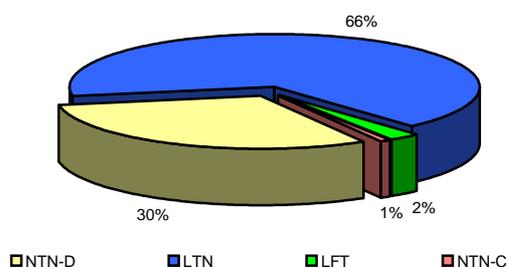
Os meios de pagamento ampliados, em seu conceito mais abrangente, alcançaram R\$761,3 bilhões ao final de fevereiro, expandindo-se 0,5% no trimestre, percentual inferior à capitalização de seus componentes. Esse comportamento pode ser atribuído, principalmente, à contração de 0,9% da carteira de crédito do sistema financeiro. Contribuiu ainda para esse resultado o recolhimento de R\$3,2 bilhões de impostos pelos fundos de pensão, em janeiro e fevereiro.

Títulos públicos federais

O Tesouro Nacional, consoante o Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública para 2002, manteve, durante o primeiro trimestre de 2002, a estratégia de reestruturação do perfil da dívida mobiliária, buscando o alongamento do prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública e o aumento da participação dos títulos prefixados no total da dívida.

Os títulos prefixados representaram 64% do resultado financeiro total dos títulos emitidos em oferta pública nos meses de janeiro e fevereiro, ampliação significativa se considerado o percentual de 43% observado no quarto trimestre de 2001. Esse resultado refletiu a elevação da demanda por esses papéis, consistente com o cenário de expectativa de redução da taxa básica de juros ao longo do ano. Em decorrência, a participação dos títulos prefixados no total da dívida mobiliária emitida competitivamente interrompeu a trajetória descendente apresentada desde o início de 2001, quando alcançou 21%, declinando até 11% ao final do ano e permanecendo nesse mesmo patamar até fevereiro. Paralelamente, ocorreu expressiva redução nas taxas médias registradas nos leilões desses títulos: no final de dezembro de 2001, o *spread* observado para as Letras do Tesouro Nacional (LTN) de 6 meses sobre a taxa básica de juros situava-se em torno de 1,5 p.p., sendo reduzido para -0,1 p.p. em 5 de março. No mesmo período, o *spread* das LTN de 1 ano reduziu-se de 4 p.p. para 0,4 p.p.

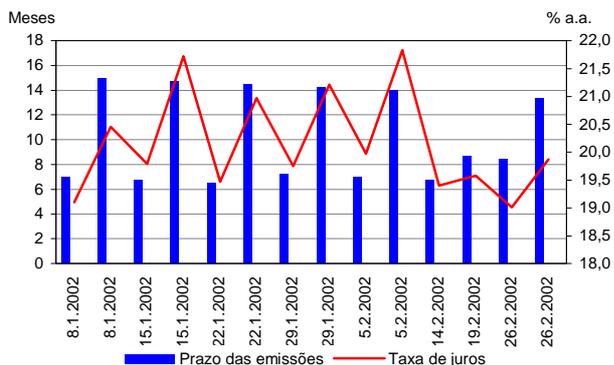
Emissões competitivas de títulos públicos federais 1.1.2002 a 27.2.2002



A participação das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), remuneradas pela taxa Selic, no total dos títulos emitidos competitivamente reduziu-se de 45,3%, em dezembro, para 43,4% em fevereiro, mês em que voltaram a ser ofertadas, após a interrupção determinada pelo Tesouro Nacional, em outubro de 2002.

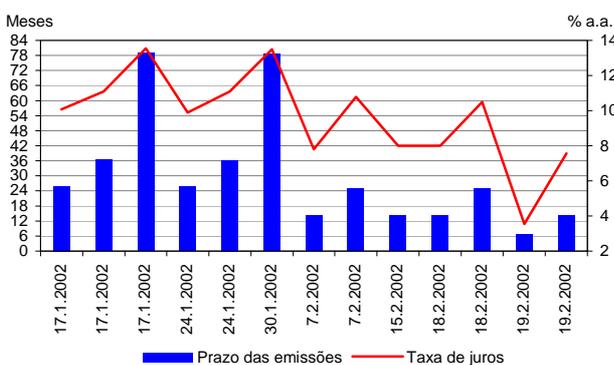
Destacaram-se, em janeiro, duas operações de troca de Notas do Banco Central – Série Especial (NBCE) por Notas do Tesouro Nacional – Série D (NTN-D), com o objetivo

Letra do Tesouro Nacional - LTN



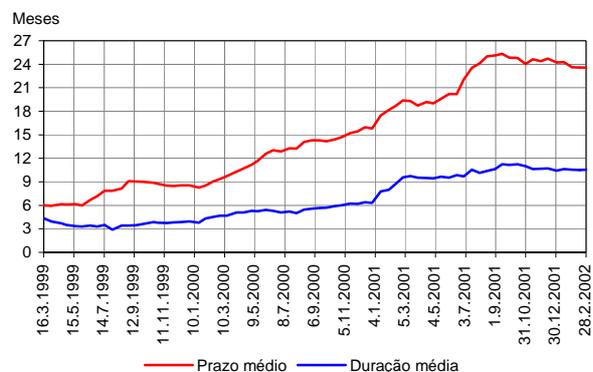
de desconcentrar vencimentos de NBCE do período entre fevereiro e abril desse ano, decorrentes do volume excepcional de colocações desses títulos ocorrido no ano passado, de forma a atender à demanda dos agentes econômicos por proteção cambial. Os vencimentos de NBCE entre fevereiro e abril somavam R\$21,1 bilhões, dos quais R\$4,1 bilhões foram trocados nas duas operações por NTN-D, com vencimentos em 2004, 2005 e 2008.

Títulos cambiais - NTN-D



Com relação à condução da dívida referenciada à variação cambial, o Banco Central e o Tesouro Nacional passarão a realizar operações de *swap* cambial conjugadas com ofertas primárias de LFT, aprimorando os instrumentos à disposição do mercado para proteção frente à volatilidade do câmbio. O novo procedimento deverá contribuir para a redução do custo da dívida vinculada ao câmbio, ao reduzir os custos administrativos para os agentes econômicos bem como a sua percepção de risco, uma vez que os ajustes de margens se darão em bases mensais.

Títulos públicos - duração x prazo médios



O prazo médio dos títulos emitidos competitivamente sofreu declínio de 24,2 meses, ao final de dezembro, para 23,6 meses ao final de fevereiro. Essa redução deveu-se, essencialmente, ao encurtamento do prazo dos títulos remunerados pela taxa Selic, de 30,6 para 29,4 meses, e à diminuição dos prazos dos títulos do Banco Central, que não tiveram emissões no período, de 15,7 para 14,7 meses. A duração média dos títulos apresentou movimento contrário, expandido-se de 10,4 meses, em dezembro, para 10,5 meses em fevereiro, refletindo o aumento da duração dos títulos prefixados no período, de 3,4 para 4,8 meses.

Leilão de LFT conjugado com operação de *swap* cambial

Com o objetivo de aperfeiçoar os instrumentos utilizados no mercado financeiro por bancos, fundos de investimento, empresas e demais agentes econômicos, o Banco Central e o Tesouro Nacional passarão a realizar operações de *swap* cambial conjugadas com ofertas primárias de LFT.

Dessa forma, o Banco Central e o Tesouro estarão replicando a venda de títulos cambiais, com a vantagem de, ao ofertar dois instrumentos ao invés de apenas um (NTN-D/NBCE), permitir que o mercado os negocie separadamente, o que possibilitará precificar isoladamente o risco da variação cambial, do cupom cambial e da LFT, o que é mais eficiente.

Os leilões serão realizados no mesmo dia, em horários diferenciados, ocorrendo primeiramente a oferta do *swap*. A aquisição do *swap* para cada instituição financeira estará limitada ao volume financeiro das propostas aceitas na sua oferta de LFT. As instituições poderão adquirir LFT independentemente de sua participação no leilão de *swap*. Ao final da apuração do leilão de LFT, com o objetivo de adequar o equivalente financeiro da operação de *swap* de cada instituição ao montante efetivamente aceito de sua(s) proposta(s) na oferta de LFT, o Banco Central poderá reduzir o número de contratos de *swap* aceitos preliminarmente de cada instituição. Como já ocorre hoje, o novo instrumento poderá ser ofertado antecipadamente para fins de rolagem dos vencimentos de títulos cambiais.

A atual sistemática tem-se mostrado uma forma mais custosa de oferecer proteção cambial ao setor produtivo. Os requerimentos de margens e os *spreads* envolvidos resultam em aumentos do custo total da operação para a empresa que busca proteção cambial e em prêmios maiores exigidos nos leilões de títulos cambiais.

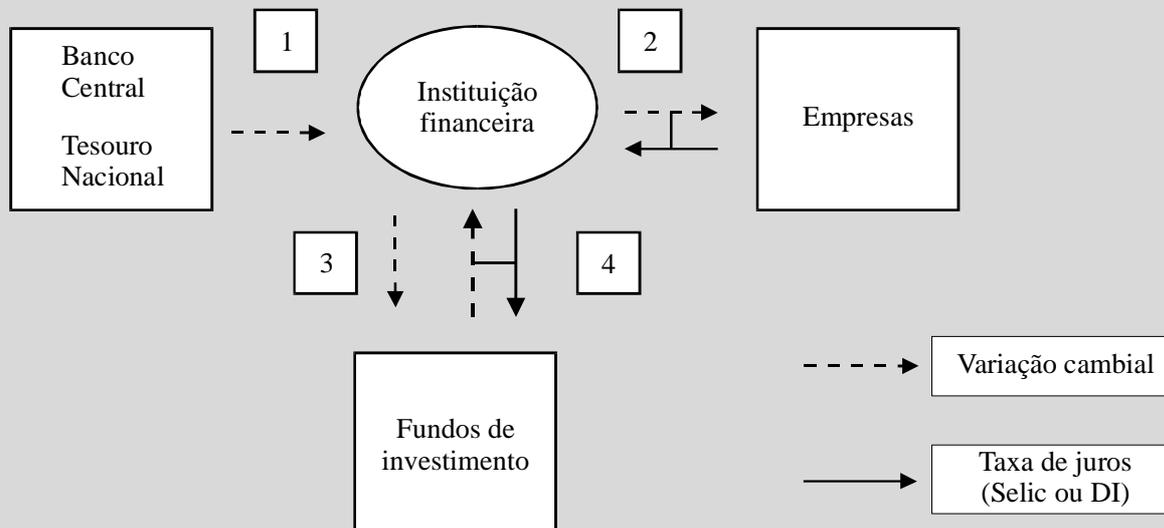
A utilização do novo instrumento permite alcançar o mesmo objetivo por meio de uma estratégia mais direta, permitindo que os fundos de investimento adquiram LFT no leilão primário, por meio das instituições financeiras, e que estas comprem o *swap* cambial, repassando-o a seus clientes.

Na apuração das ofertas públicas tanto de LFT quanto de *swap* será utilizado o critério de preço único, com as cotações mínimas aceitas em cada evento aplicadas a todas as propostas vencedoras.

As ofertas de *swap* ocorrerão de forma transparente, sendo conduzidas pelo Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab), por meio do Sistema de Oferta Pública Formal Eletrônica (OFPUB). O registro será feito na BM&F, de acordo com as especificações do Contrato de *Swap* Cambial com Ajuste Periódico (SCC), na data prevista para a liquidação financeira da oferta de LFT. Nas notas para a imprensa sobre dívida mobiliária interna e sobre política fiscal estará explicitada a exposição cambial advinda desses contratos.

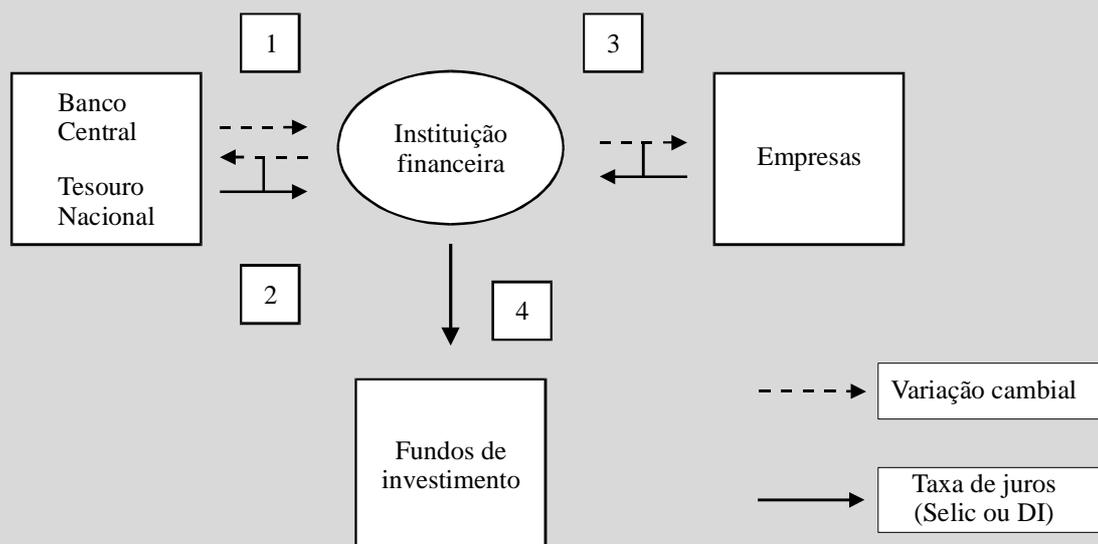
Os diagramas apresentados abaixo mostram, de forma resumida, a situação observada atualmente com a utilização somente do título cambial e uma nova estrutura operacional que se apresenta com o uso do *swap* cambial combinado com a venda de LFT:

A sistemática atual pode ser sintetizada da seguinte forma: 1) o Tesouro Nacional vende, em leilão, títulos cambiais às instituições financeiras; 2) as instituições financeiras transferem o risco cambial para as empresas que demandam *hedge*, por meio de uma operação de *swap* cambial; 3 e 4) posteriormente, as instituições financeiras podem optar por vender as NTN-D aos fundos de investimento e, simultaneamente, realizar uma operação de *swap* oposta àquela realizada com as empresas.



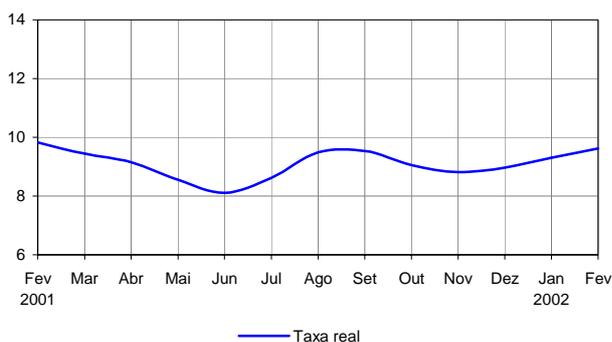
Em resumo, a combinação de NTN-D e do *swap* cambial equivale a uma aplicação em Certificado de Depósito Interbancário (CDI) mais um prêmio (dado pela diferença entre os cupons cambiais da NTN-D e do *swap*). Os fundos de investimento DI, que são parte significativa da indústria de fundos de investimento, são basicamente compradores de títulos indexados à taxa de juros doméstica (por exemplo, LFT), pois buscam remuneração a taxas próximas do CDI (*benchmark*). Por isso, adquirem os “pacotes” oferecidos pelos bancos.

A nova sistemática pode ser resumida do seguinte modo: 1) o Tesouro Nacional vende, em leilão, LFT às instituições financeiras e aos fundos de investimento; 2) conjuntamente, o Banco Central oferta *swap* cambial às instituições financeiras; 3) estas negociam o *swap* cambial, na BM&F, com as empresas interessadas em proteção cambial; 4) as instituições financeiras podem optar por vender as LFT aos fundos de investimento.



Taxa de juros real deflacionada pelo IPCA

% acumulado em 12 meses



Taxa de juros real ex-ante

Para 12 meses



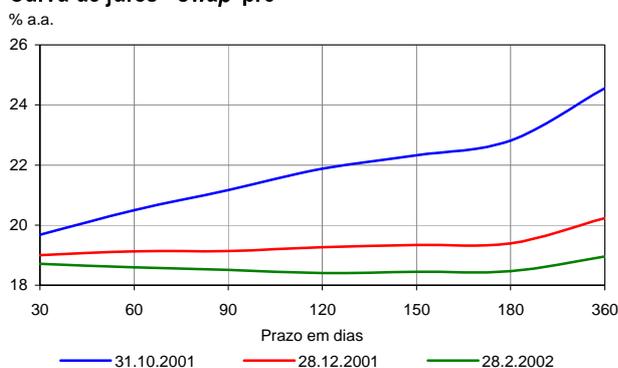
Taxa de juros real e expectativas de mercado

A taxa Selic acumulada em 2001, deflacionada pelo IPCA, atingiu o menor valor desde 1990, situando-se em 9% a.a., representando contração de 1,8 p.p. em relação à registrada no ano anterior. Em fevereiro, a taxa real acumulada em doze meses registrou crescimento pelo terceiro mês consecutivo, atingindo 9,6% a.a.

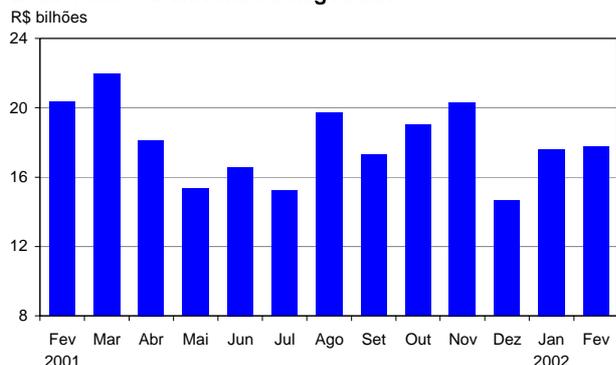
A taxa real de juros *ex-ante*, definida como a relação entre a taxa Selic efetiva no mês e a expectativa de mercado para a variação do IPCA para os próximos 12 meses, coletada em pesquisa efetuada pelo Banco Central, situou-se em 13,5% a.a. Destaque-se a reversão da curva do IPCA, fato que deve gerar pressão adicional sobre a taxa real nos próximos meses.

Selic x swap pré x dólar

A evolução favorável dos cenários interno e externo tem contribuído para a redução gradual das taxas de juros no mercado futuro. A valorização dos títulos brasileiros no mercado internacional, evidenciando a percepção dos investidores quanto ao “descolamento” dos riscos Brasil e Argentina, paralelamente ao fluxo de capitais externos adequado ao financiamento dos resultados em transações correntes, criou condições para a estabilidade no mercado cambial, reforçada, posteriormente, pela mudança de postura das agências de classificação de risco quanto à avaliação dos papéis brasileiros. Adicionalmente, a avaliação dos primeiros índices de inflação, confirmando a tendência de queda, gerou perspectivas de redução da taxa básica no curto prazo. A decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) de fevereiro, reduzindo em 25 pontos básicos a meta para a taxa Selic, acelerou o movimento de precificação de taxas de juros menores, invertendo a curva de juros para os próximos meses.

Curva de juros - swap pré

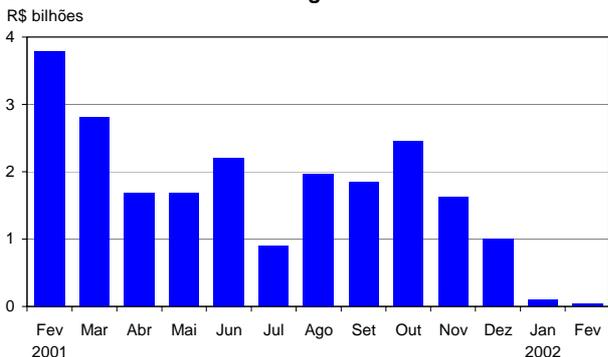
A curva de juros, que, ao final de outubro, apresentava diferencial de 4,9 p.p. entre as taxas dos contratos de curto prazo (30 dias) e de longo prazo (1 ano), registrou, em fevereiro, diferencial de 0,2 p.p., com valores negativos em relação a prazos menores, sugerindo perspectiva de queda da taxa básica no curto prazo.

DI de 1 dia - volume médio negociado

Nos dois primeiros meses do ano, o volume negociado no contrato futuro de DI de 1 dia manteve-se estável, em torno de R\$17,6 bilhões, valor próximo à média registrada em 2001. Atribui-se esse comportamento ao consenso do mercado quanto às decisões do Copom em relação à meta da taxa Selic. Após a decisão do Copom de fevereiro, a média superou R\$20 bilhões.

O contrato a termo de DI com ajuste, criado em junho de 2000 como alternativa aos contratos de

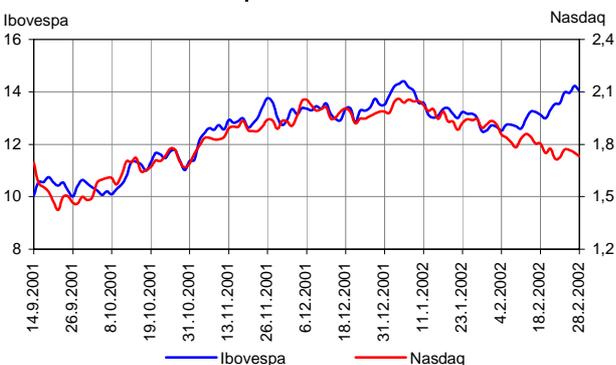
DI a termo - volume médio negociado



swaps DI x pré, perdeu liquidez para o contrato de DI de 1 dia, uma vez que estes possuem ajustes diários, menor custo operacional e possibilidade de abertura de negociação de contratos de prazos mais dilatados no sistema eletrônico. Em fevereiro, o contrato a termo de DI com ajuste registrou média diária de R\$37 milhões, ante média de R\$2,1 bilhões registrada em 2001.

Mercado de capitais

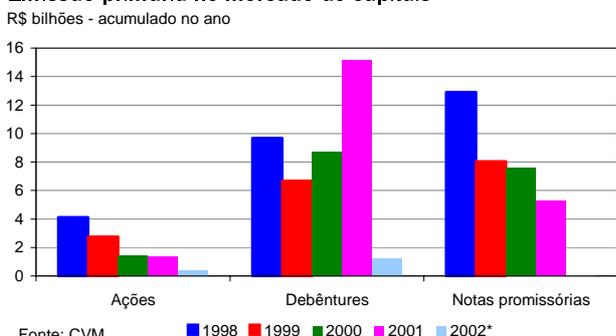
Bolsas de valores - mil pontos



A redução das taxas de juros praticadas no mercado futuro, aliada à perspectiva de isenção da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Crédito e Direitos de Natureza Financeira (CPMF) sobre a movimentação financeira em bolsas de valores, influenciou o valor das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). A partir do início de fevereiro, o Índice Bovespa (Ibovespa) iniciou trajetória de descolamento em relação ao

índice Nasdaq. O índice da bolsa brasileira, que se situava em torno de 13.000 pontos desde meados de novembro, fechou o primeiro bimestre de 2002 em 14.033 pontos.

Emissão primária no mercado de capitais

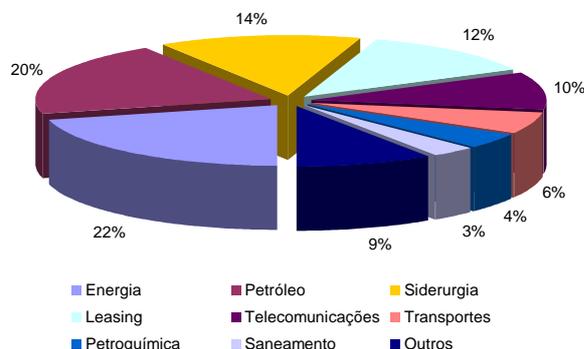


Fonte: CVM
* Até fevereiro.

As empresas brasileiras, ante o aumento dos custos e riscos relativos ao financiamento externo em 2001, buscaram recursos no mercado de capitais, principalmente mediante emissão de debêntures, em detrimento da emissão de notas promissórias e, principalmente, de ações. A captação por meio dessa modalidade tem registrado desempenho negativo, visto o nível reduzido do valor das ações.

Em 2001, as emissões de debêntures cresceram 73%, registrando R\$15,2 bilhões, enquanto as captações por ações e notas promissórias

Emissões de debêntures - 2001

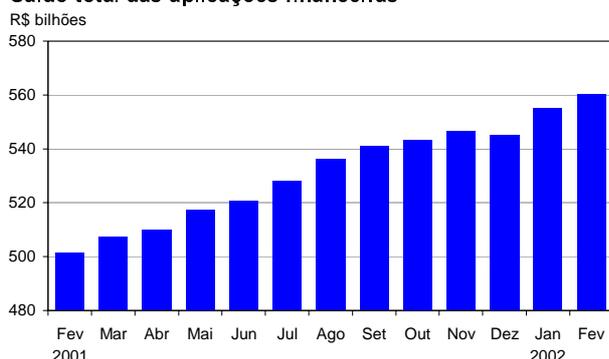


contraíram-se 4% e 31%, com volumes de R\$1,4 bilhão e R\$5,3 bilhões, respectivamente. As empresas do setor de energia foram as que mais captaram recursos por meio de emissão de debêntures, respondendo por 22% do total captado no ano, seguidas pelo setor de exploração de petróleo, com 20%, e pela siderurgia, com 14%.

Objetivando estimular o mercado bursátil, a nova Lei das Sociedades Anônimas (S.A.), em vigor a partir de março de 2002, instituiu diversos mecanismos de proteção aos investidores minoritários, como limitação em 50% do capital para emissão de ações preferenciais e condições mais rígidas para o fechamento de capital. Os titulares de ações preferenciais também passaram a contar com salvaguardas, como direito a eleger um membro no Conselho de Administração (para aqueles que possuem pelo menos 10% do capital social), dividendo mínimo equivalente a 3% do patrimônio líquido ou 10% superior ao destinado às ações ordinárias, e direito a reembolso de 80% do valor pago aos controladores (*tag along*) em caso de alienação do controle acionário.

Aplicações financeiras

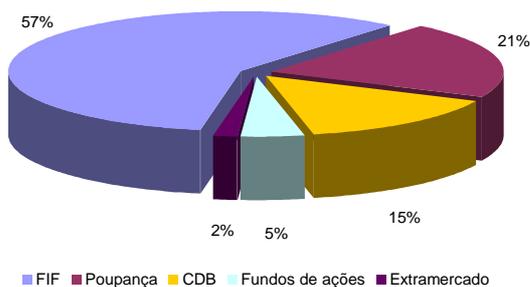
Saldo total das aplicações financeiras



O total das aplicações financeiras, compreendendo o somatório do saldo das cadernetas de poupança, de depósitos a prazo e fundos de investimento, atingiu R\$560,2 bilhões em fevereiro, com crescimento de 2,5% em relação ao assinalado em novembro de 2001. Destaque-se a evolução do patrimônio líquido dos fundos de investimento financeiro (FIF), com crescimento de 3,7%, atingindo R\$332 bilhões. Esse desempenho resultou da elevada captação líquida ocorrida em janeiro de 2002, refletindo a sazonalidade do período, não obstante a forte saída de recursos observada no dia 31 de janeiro, cerca de R\$4 bilhões, atribuída, basicamente, ao acordo de pagamento do imposto de renda pelos

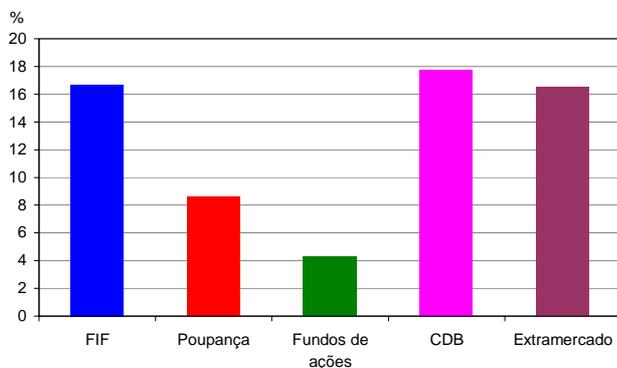
fundos de pensão, por efeito da Medida Provisória 2.222, de 4.9.2001, que estabelece incentivos aos fundos que aderirem ao regime especial de tributação. Os FIF acumularam rentabilidade de 2,8% no período compreendido entre janeiro e fevereiro de 2002.

Distribuição das aplicações financeiras
Fevereiro 2002



O patrimônio líquido dos fundos de ações, que compreendem fundos de investimento em títulos e valores mobiliários (FITVM) e fundos mútuos de privatização (FMP), totalizou R\$25,8 bilhões em fevereiro, registrando crescimento de 5% em relação a novembro. A equiparação entre os fundos de renda variável e de renda fixa, no que tange à alíquota de imposto de renda (20%), aparece como fator de inibição à captação de recursos no segmento de renda variável, tendo em vista a magnitude de risco inerente a esse mercado. Os fundos de ações apresentaram rentabilidade acumulada de 3,8% até fevereiro de 2002.

Rentabilidade acumulada em 2001



Os fundos extramercado atingiram patrimônio líquido de R\$9,5 bilhões em fevereiro, redução de 25,4% nos últimos três meses. Em dezembro de 2001, foi editada a Resolução 2.917, facultando a criação de fundos de investimento extramercado exclusivos, podendo seus recursos ser direcionados para a realização de operações em mercado de derivativos, com o objetivo de minimizar os riscos associados ao descasamento de prazos e indexadores entre os ativos do fundo e os passivos dos cotistas, proporcionando flexibilidade a investidores específicos, com real necessidade de cobertura de risco. Os fundos extramercado acumulam rentabilidade de 1,4% em 2002.

Os CDB encerraram o primeiro bimestre de 2001 com saldo de R\$110,3 bilhões, significando crescimento de 3,2% no trimestre. Os CDB têm mantido a atratividade devido à emissão crescente de títulos pós-fixados, com melhor adaptação a cenários de flutuações nas taxas de juros. Atualmente, cerca de 90% dos CDB em mercado estão relacionados às taxas de juros. As cadernetas de poupança atingiram saldo de R\$119,2

bilhões em fevereiro, incremento de 2,5% no trimestre. A taxa de remuneração acumulada no ano, até fevereiro, situou-se em 2,5% para aplicações com aniversário no primeiro dia do mês.

3.3 – Política fiscal

O superávit primário do Governo Central atingiu R\$22,4 bilhões em 2001, equivalente a 1,89% do PIB estimado para o exercício. O Tesouro Nacional apresentou superávit de R\$35,9 bilhões, enquanto os resultados do Regime Geral da Previdência Social (RGPS) e do Banco Central registraram déficits de R\$12,8 bilhões e R\$646 milhões, respectivamente.

Embora a taxa de crescimento econômico e o recolhimento de receitas atípicas em 2001 tenham sido inferiores aos estimados para o exercício, o superávit do Tesouro Nacional superou em R\$4,2 bilhões àquele obtido em 2000 e, como proporção do PIB, apresentou ligeira elevação, de 2,9% para 3%. A perda de receita decorrente desses dois fatores foi compensada pelos efeitos da taxa de câmbio sobre o recolhimento do imposto de renda, do maior ingresso de recursos sob a forma de dividendos e da recuperação de receitas ao amparo do Programa de Recuperação Fiscal (Refis).

As despesas do Tesouro também se elevaram, passando de 10% do PIB para 10,8% do PIB. A rubrica que apresentou maior taxa de crescimento nominal, em relação a 2000, foi “outros custeios e capital”, 19,6%, seguida de “pessoal e encargos”, 15,4%. No primeiro caso, o crescimento é justificado pelo maior fluxo de transferências para o setor de saúde, em cumprimento à Emenda Constitucional 29/2000, associado com a maior liberação de gastos para atender a área de educação e a programas estratégicos do Governo Federal. Por sua vez, os gastos com pessoal e encargos foram pressionados pelo realinhamento salarial e pela reestruturação de várias carreiras estratégicas do funcionalismo público, além do pagamento de decisões judiciais.

O déficit da Previdência Social totalizou R\$12,8 bilhões, traduzindo aumento nominal de 27,4%, comparativamente ao registrado em

2000. Como proporção do PIB, situou-se em 1,08%, acréscimo de 0,15 p.p. ante o percentual do ano anterior.

A arrecadação líquida totalizou R\$62,5 bilhões, apresentando aumento de 12,2% em relação a 2000. Contribuíram para essa evolução:

- a) contribuição previdenciária, totalizando R\$63 bilhões em 2001, aumento de 12,9% em relação ao ano anterior;
- b) receita de R\$2,4 bilhões referente à arrecadação do Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e das Empresas de Pequeno Porte (Simples), ante R\$2 bilhões no ano anterior;
- c) arrecadação de R\$797,4 milhões de depósitos judiciais, comparativamente a R\$910,6 milhões em 2000;
- d) crescimento de 67,3% nas receitas decorrentes do Refis, para R\$442,6 milhões, em relação às registradas no ano anterior;
- e) arrecadação por meio de Certificados Financeiros do Tesouro (CFT-E), que passou de R\$280,3 milhões, em 2000, para R\$426 milhões, em 2001.

Embora as receitas da Previdência tenham crescido, em 2001, em ritmo superior ao da inflação, as despesas aumentaram em ritmo ainda maior. Os benefícios previdenciários atingiram 6,31% do PIB, resultado 0,26 p.p. mais acentuado do que o assinalado em 2000. Em valores nominais, o acréscimo representa R\$9,5 bilhões, ou 14,5% em relação ao ano anterior. Tal variação pode ser explicada, principalmente, pelo aumento do valor médio dos benefícios previdenciários pagos no período, em decorrência do reajuste de 19,2% do salário mínimo.

Em janeiro de 2002 o resultado primário do Governo Central foi superavitário em R\$5,8 bilhões, ante R\$2,6 bilhões em janeiro de 2001. O Tesouro Nacional registrou superávit de R\$6,9 bilhões, enquanto a Previdência Social e o Banco Central apresentaram déficits de R\$1,1 bilhão e R\$20 milhões, respectivamente.

As receitas do Tesouro expandiram-se R\$6,1 bilhões em relação às registradas em janeiro de 2001. Parte significativa dessas receitas

decorreu de recolhimento de R\$1,8 bilhão de tributos atrasados, pelos fundos de pensão, e de recolhimento extraordinário de R\$1,2 bilhão referente à realização de lucro, por empresa estatal, em decorrência da transferência de títulos públicos. Além disso, verificou-se acréscimo na arrecadação das receitas de concessão, no valor de R\$657 milhões, devido ao ingresso de recursos da telefonia celular (bandas D e E) e ao pagamento à Agência Nacional de Petróleo (ANP) pela ocupação e retenção de áreas para exploração de petróleo.

Necessidades de financiamento do setor público (NFSP)

O setor público não-financeiro encerrou o ano de 2001 registrando o maior superávit primário na série apurada desde 1991. Esse resultado significou importante contribuição do setor público para a superação dos impactos desfavoráveis vinculados às crises energética e na Argentina.

Em 2001, o superávit primário atingiu R\$43,7 bilhões, comparativamente a R\$38,2 bilhões em 2000. O superávit assinalado pelos governos regionais aumentou R\$4,4 bilhões; o consignado pelo Governo Central, R\$1,5 bilhão; e o relativo às estatais declinou R\$495 milhões. O melhor desempenho dos governos regionais é explicado, basicamente, pela consolidação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) e pelas regras de contingenciamento estabelecidas após as renegociações de dívidas com o Governo Federal.

Os juros nominais, apropriados pelo critério de competência, alcançaram R\$86,4 bilhões em 2001, 7,3% do PIB, comparativamente a R\$78 bilhões, 7,2% do PIB, no ano anterior. O Governo Central respondeu por 54,7% dos juros apropriados em 2001, ante 58,3% em 2000; os governos regionais, por 40,2%, comparativamente a 37%; e as empresas estatais das três esferas de governo, por 5,2%.

Considerando as NFSP no conceito nominal, o déficit acumulado em 2001 atingiu R\$42,8 bilhões, 3,5% do PIB. Esse resultado representa, comparativamente ao assinalado em 2000, elevação em

valores nominais e queda como proporção do PIB. Nessa última forma de cálculo, apenas as empresas estatais apresentaram aumento das necessidades, devido, principalmente, ao menor superávit primário. Merece destaque a queda das necessidades de financiamento dos governos regionais, como reflexo da elevação do resultado primário, mais do que compensando o aumento ocorrido na apropriação de juros nominais.

Para 2002, a expectativa é de manutenção da austeridade fiscal. Nesse sentido, o resultado primário de janeiro foi superavitário em R\$5,5 bilhões, o que representa 48,2% do piso estabelecido para o primeiro trimestre.

Dívida líquida do setor público e dívida bruta de governos

A dívida líquida do setor público (DLSP) alcançou, em janeiro de 2002, R\$685,3 bilhões, equivalentes a 55,2% do PIB, comparativamente a R\$675 bilhões, 54,6% do PIB, em outubro de 2001. A dívida voltou a crescer em janeiro, após dois meses de relativa estabilidade, tendo atingido R\$660,4 bilhões, 53,3% do PIB, e R\$660,9 bilhões, 53,4% do PIB, respectivamente, em novembro e dezembro de 2001.

A evolução da dívida apresentou comportamento distinto no período. De novembro a dezembro, a apreciação de 14,3% do real contribuiu para a redução de R\$46,2 bilhões da dívida líquida do setor público. Essa redução foi compensada parcialmente pela apropriação de juros nominais de R\$15,5 bilhões e pelo reconhecimento de dívidas de R\$17 bilhões, registrando-se redução no total da dívida de R\$14,1 bilhões no período. Em janeiro, o reconhecimento de dívidas e a depreciação de 4,2% do real elevaram a dívida em R\$8,5 bilhões e R\$13,5 bilhões, respectivamente, constituindo-se nos principais fatores para a elevação total de R\$24,4 bilhões no mês.

A dívida bruta do governo geral, que inclui o Governo Federal e os governos estaduais e municipais, mas exclui o Banco Central – significando que os títulos públicos do Governo Federal na carteira

do Banco Central fazem parte desse endividamento –, atingiu R\$905 bilhões, 73% do PIB, em janeiro, comparativamente a R\$885,3 bilhões em dezembro. Esse aumento foi ocasionado, principalmente, pela depreciação cambial ocorrida em janeiro e pela troca de R\$4,2 bilhões de títulos do Banco Central (NBCE) em mercado por títulos do Tesouro Nacional (NTN-D), que é neutra em relação à DLSP, mas impacta a dívida bruta do governo geral.

Dívida mobiliária federal

No período de outubro de 2001 a janeiro de 2002, a dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, declinou de R\$637,1 bilhões para R\$635,1 bilhões. Resgates líquidos de R\$16 bilhões e a apreciação do real frente ao dólar, em 10,67%, condicionaram o resultado.

Mesmo com as emissões de R\$2,5 bilhões em títulos cambiais, a apreciação do real frente ao dólar determinou a redução da dívida mobiliária cambial de R\$209,3 bilhões para R\$186,5 bilhões, o que se refletiu na redução de sua participação, de 32,9% para 29,4%, no total da dívida mobiliária federal. No mesmo período, constataram-se resgates de R\$18,6 bilhões de títulos não referenciados ao câmbio, com a participação da dívida prefixada passando de 8,3% para 7,6%, e a da referenciada à taxa Selic elevando-se de 48,8% para 52,6%.

3.4 – Conclusão

O volume das operações de crédito contratadas junto ao sistema financeiro registrou estabilidade em relação ao trimestre anterior. Concorreu, para esse desempenho, a menor demanda de crédito pelas empresas, tendo em vista os recursos do fluxo de caixa resultante das vendas de final de ano e o menor nível de atividade, característicos do período. Por outro lado, registrou-se maior demanda por crédito bancário por parte das famílias, em especial das modalidades de curto prazo, tendo em vista a expansão de gastos característica no início do ano.

Não obstante esses aspectos sazonais, a manutenção do patamar de crédito no período refletiu o processo de arrefecimento de novas concessões, evidenciado a partir do segundo trimestre de 2001, em resposta ao cenário de incertezas prevalecente no ambiente econômico mundial e à restrição da política monetária, tendo em vista o cumprimento da meta para a inflação. Assim, ao lado da maior seletividade nas concessões de crédito e dos elevados *spreads*, observou-se gradual elevação das taxas de inadimplência, em especial por parte das pessoas físicas. Tendo em vista indicadores positivos que delineiam cenário de maior estabilidade para o corrente ano, concorrendo para a redução do componente de risco contido nas taxas ativas, as expectativas são de que o crédito bancário passe a alavancar, ainda que de forma moderada, o processo de retomada da atividade produtiva.

Esse processo deverá favorecer a consecução de resultados fiscais bastante confortáveis em 2002. Nesse sentido, os resultados iniciais sugerem a continuidade da trajetória austera verificada em anos anteriores, sinalizando o cumprimento da meta de superávit primário projetada para março. Essa performance será viabilizada, sobretudo, em decorrência do aumento da arrecadação federal originado do pagamento de impostos de anos anteriores pelos fundos de pensão. Merece destaque, ainda, o corte projetado de despesas, visando restabelecer o equilíbrio orçamentário para 2002, em contrapartida à correção da tabela do Imposto de Renda e da revisão das estimativas de crescimento econômico para o ano.

Com relação ao endividamento do setor público, registra-se trajetória sustentável da relação dívida/PIB, como consequência da continuidade dos resultados primários superavitários e da menor pressão exercida pela taxa de câmbio sobre a dívida. Ressalte-se a nova sistemática de troca dos títulos indexados ao dólar, que se dará pela emissão de LFT vinculada a operações de *swap* pelo Banco Central. Essa sistemática garantirá que a demanda dos investidores por proteção contra eventuais oscilações na taxa de câmbio sejam atendidas com menor custo, reduzindo o prêmio dos papéis emitidos pelo setor público.

4 – Economia internacional

A instabilidade que atingiu os mercados no último trimestre de 2001 perdeu intensidade nos primeiros meses de 2002, sugerindo o esgotamento dos impactos associados aos atentados terroristas de 11 de setembro nos Estados Unidos sobre a economia mundial. Adicionalmente, a desaceleração do crescimento econômico global a partir de meados de 2000, capitaneada pelos Estados Unidos, parece estar se revertendo neste início de ano.

Os primeiros indicadores do ano relativos às principais economias do mundo, em especial dos Estados Unidos, sinalizam o fim da tendência de desaquecimento econômico, não obstante persistam incertezas sobre a intensidade dessa recuperação.

No que se refere aos Estados Unidos, o processo recessivo constituiu-se no mais brando do período pós-guerra. Assinale-se que, em contrapartida à intensidade da desaceleração, a recuperação não deverá ser tão expressiva quanto a de outras ocasiões.

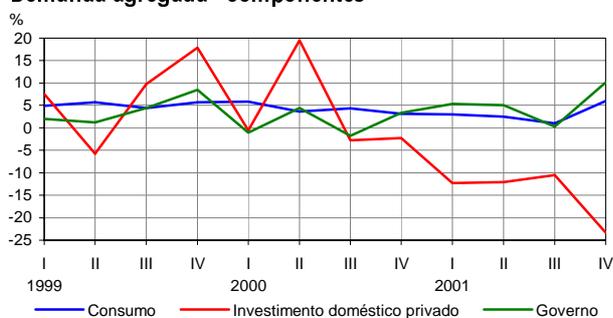
Na Europa, a desaceleração econômica mostrou-se menos acentuada do que na economia norte-americana, mas não foi marginal. Os dados, ainda difusos, apontam para recuperação da atividade econômica, embora em ritmo mais lento.

No Japão, permanece o quadro recessivo, com repercussão nos países asiáticos. A fragilidade da economia japonesa se reflete na persistência da deflação que atinge, principalmente, a atividade bancária, comprometida com créditos de difícil recuperação. A superação dessa crise segue dependendo de reformas estruturais profundas e abrangentes.

A maioria dos países em desenvolvimento também foi afetada de forma adversa pela desaceleração dos países desenvolvidos. No entanto, os indícios quanto à recuperação daqueles países abrem perspectivas mais otimistas para as economias emergentes, refletidas na expansão do comércio mundial, na menor volatilidade dos mercados financeiros e na maior recepção de capitais, revelando a reversão do processo de deslocamento de fluxos para as economias mais desenvolvidas.

4.1 – Estados Unidos

Demanda agregada - componentes^{1/}



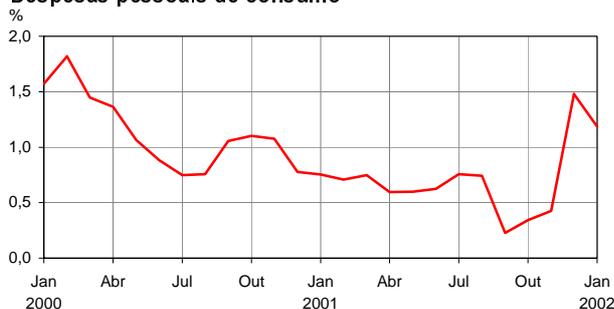
Fonte: Bureau of Economic Analysis

1/ Variação trimestral anualizada, dessazonalizada e deflacionada.

Sinais mais consistentes de retomada do crescimento nos Estados Unidos começaram a ser emitidos no primeiro trimestre, embora alguns indicadores econômicos ainda se comportem de maneira contraditória, moderando o otimismo quanto à iminência da recuperação. Assim, enquanto o consumo e os gastos do governo expandiram-se 6% e 10,1%, respectivamente, no quarto trimestre de 2001, o investimento privado reduziu-se 23,3%, considerando-se a série dessazonalizada, anualizada e deflacionada.

As encomendas às fábricas reduziram-se 0,4% no último trimestre de 2001, na série dessazonalizada. No ano de 2001, as encomendas retraíram-se 8,6%. Em janeiro, entretanto, as encomendas aumentaram 1,6%, assinalando-se que as relativas a bens duráveis apresentaram ritmo ainda mais elevado de expansão, 2,6% comparativamente ao patamar de dezembro.

Despesas pessoais de consumo^{1/}



Fonte: Bureau of the Census

1/ Variação da média móvel trimestral deflacionada e dessazonalizada.

As despesas pessoais de consumo aumentaram 1,5% no quarto trimestre do ano passado, na série anualizada e dessazonalizada, que considera o poder de compra do dólar em 1996. No ano, as despesas de consumo cresceram 3,1%, embora a taxa de expansão em 12 meses caísse continuamente ao longo do ano. Em janeiro, o consumo elevou-se 0,3% em termos reais.

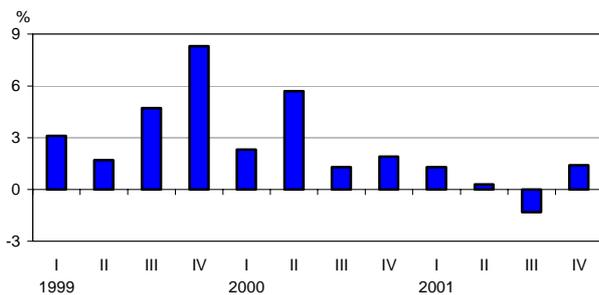
As vendas do comércio varejista aumentaram 3% no último trimestre de 2001, em termos anualizados e dessazonalizados, recuperando-se do declínio de 0,4% no terceiro trimestre. Em 2001, as vendas no varejo expandiram 1%. Em janeiro, mantiveram-se estáveis em comparação com as do mês anterior, registrando-se que, se desconsideradas as vendas de veículos automotores, ou seja, eliminando-se o efeito do refluxo nas vendas de automóveis, advindo do encerramento de promoções de financiamento no final do ano, as vendas do comércio varejista elevaram-se 1,2% no período.

O valor da construção realizada reduziu-se 0,5%, em termos reais, no último trimestre de 2001, depois de haver contraído 1,6% no trimestre anterior, na série anualizada, deflacionada e dessazonalizada. No ano, a construção expandiu-se 2,3%, favorecida pelo declínio nas taxas de juros do financiamento imobiliário. Em janeiro, o valor da construção cresceu pelo quarto mês consecutivo, atingindo 1,7%, maior incremento mensal dos últimos doze meses.

A política fiscal expansionista, explicitada em ambicioso programa de corte de impostos e de aumento de gastos, vem provocando a reversão dos superávits fiscais. Com efeito, o Tesouro registrou, até janeiro, superávit de US\$6,6 bilhões no ano fiscal iniciado em outubro, resultado de receitas de US\$669,8 bilhões e de despesas de US\$663,2 bilhões, enquanto, no mesmo período do ano fiscal precedente, o superávit alcançou US\$74 bilhões.

No que se refere ao setor externo, o fraco desempenho de exportações e importações tem refletido a desaceleração da economia mundial e a recessão doméstica. Assim, o déficit do comércio exterior em bens recuou 4,6% no quarto trimestre de 2001, em termos dessazonalizados. Em 2001, a contração atingiu 5,7%, reflexo de reduções de 6,7% nas exportações e de 6,3% nas importações. Em se confirmando a recuperação econômica, o déficit externo norte-americano deverá ampliar-se no futuro próximo, na medida em que o crescimento das exportações deverá ser restringido pela depressão japonesa e pelo desempenho dos países da Área do Euro.

Quanto à oferta agregada, o crescimento de 1,4% do PIB no último trimestre do ano, após quatro trimestres consecutivos de desaceleração, suplantou a taxa de consenso do mercado, de 0,8%.

Produto Interno Bruto^{1/}

Fonte: Bureau of Economic Analysis

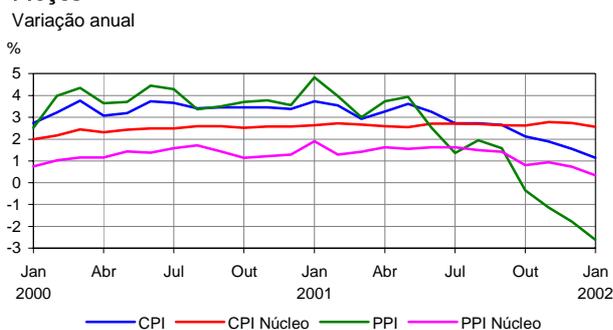
1/ Variação percentual sobre trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal, anualizado.

O crescimento no quarto trimestre foi proporcionado pelas despesas de consumo, especialmente bens de consumo duráveis, e pelos gastos do governo.

A produção industrial dessazonalizada recuou 1,8% no quarto trimestre de 2001, ano em que o declínio totalizou 3,8%. A produção de bens de capital declinou 3,8% no quarto trimestre e 14,1% no ano.

Em janeiro, a produção industrial manteve-se estável, e a relativa a bens de capital registrou a primeira variação mensal positiva em dezessete meses, 0,4%.

A taxa de desemprego no setor não-agrícola recuou de 5,8%, em dezembro, para 5,6% em janeiro e 5,5% em fevereiro. O emprego no setor apresentou recuperação em fevereiro pela primeira vez em seis meses, mas reduziu-se na manufatura. A produtividade do setor não-agrícola registrou variação trimestral anualizada de 5,2% no quarto trimestre, e o produto por hora na manufatura, de 1%. Em ambos os setores, o CUT vem desacelerando há cinco trimestres.

Preços

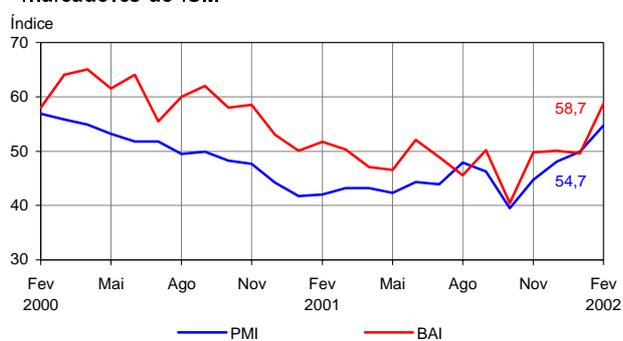
Fonte: Bureau of Labour Statistics

A inflação ao consumidor (*Consumer Price Index* - CPI) em doze meses nos Estados Unidos está em desaceleração desde maio do ano passado, registrando-se, no quarto trimestre de 2001, redução de preços de 0,51%. No ano, a inflação retrocedeu para 1,6%, ante 3,4% em 2000, e em janeiro, alcançou 0,17%. Nos últimos meses, também o núcleo do CPI tem mostrado tendência declinante, depois de longo período de relativa estabilidade. No caso da inflação ao produtor (*Producer Price Index* - PPI), a tendência de queda é mais pronunciada ainda. Assim, no quarto trimestre foi apurada redução de preços de 2,48%, enquanto, no ano, o índice registrou variação negativa de 1,79%. Em janeiro, o PPI variou 0,15%, em seguida a três meses consecutivos de contração nos preços. O núcleo do PPI vem seguindo trajetória marcadamente descendente.

Meta para a taxa dos *federal funds*

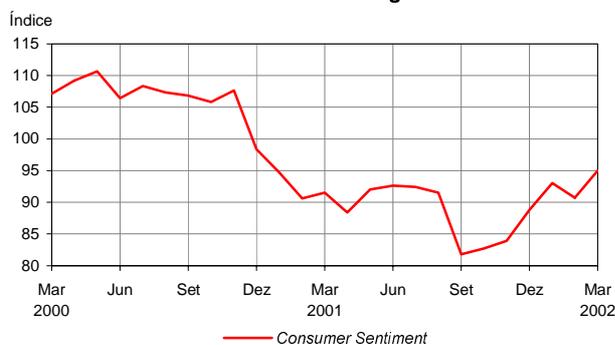
Fonte: Federal Reserve System

Após cinco reduções consecutivas – as cinco primeiras de 0,5 p.p. e a última de 0,25 p.p. – o *Federal Open Market Committee* (FOMC) decidiu manter a meta para a taxa dos *federal funds* em 1,75% a.a., em reunião de 30 de janeiro. Em comunicado à imprensa, o FOMC amparou sua decisão com base em sinais mais conclusivos sobre a recuperação da atividade econômica. Ao final do comunicado, contudo, advertiu que, no futuro próximo, ainda persistem os riscos de recessão.

Indicadores do ISM

Fonte: Institute for Supply Management

No que se refere aos indicadores de expectativas, as pesquisas que avaliam o sentimento de empresas e consumidores apresentaram forte recuperação. Assim, os indicadores do *Institute for Supply Management* (ISM) mostraram significativa melhora em fevereiro, pela primeira vez ultrapassando o ponto de nivelamento de 50%. O *Purchasing Managers Index* (PMI) atingiu 54,7%, aumento de 4,8 p.p. no mês, interrompendo dezoito meses consecutivos de previsão de declínio na atividade do setor manufatureiro, enquanto o *Business Activity Index* (BAI), 58,7%, expandiu 9,1 p.p., configurando o melhor resultado desde novembro de 2000. Adicionalmente, o *Consumer Sentiment*, mensurado pela Universidade de Michigan e que avalia as expectativas dos consumidores, atingiu 95 em março, o maior nível desde dezembro de 2000.

Indicadores da Universidade de Michigan

Fonte: Bloomberg

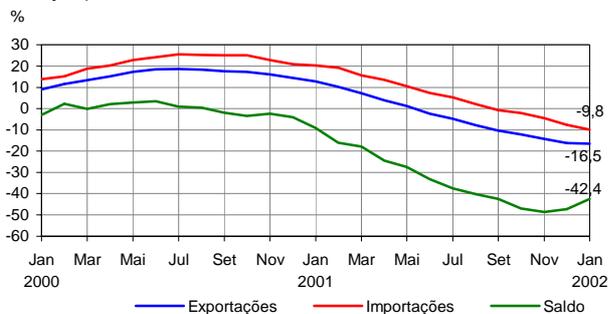
4.2 – Japão

A economia japonesa permanece em ambiente deflacionário, consequência de consumo privado em ritmo decrescente, agravado por tendência declinante das exportações e redução dos investimentos fixos. As inversões em construção civil continuam em ritmo lento, enquanto os investimentos públicos vêm decrescendo gradualmente. Para evitar que o país ingresse em espiral deflacionária, o governo se mobiliza na tentativa de implantar reformas estruturais, que não deverão proporcionar efeitos imediatos.

A análise da demanda revelou que as encomendas às fábricas vêm mantendo trajetória acentuadamente declinante, tendo registrado, no quarto trimestre, redução de 43,9% na comparação com o patamar de igual período do ano precedente. O início de novas construções contraiu desde janeiro de 2001, conforme evidenciado pelo desempenho negativo no quarto trimestre, quando registrou-se redução de 5,9% na comparação com igual período do ano precedente. O consumo privado permaneceu contido, reflexo das condições de emprego e renda. Em dezembro, a renda disponível dos trabalhadores contraiu 1,5% ante a percebida em dezembro de 2000, e o dispêndio das famílias e dos trabalhadores, 6,6% e 4,4%, respectivamente.

Balança comercial

Varição percentual acumulada em 12 meses

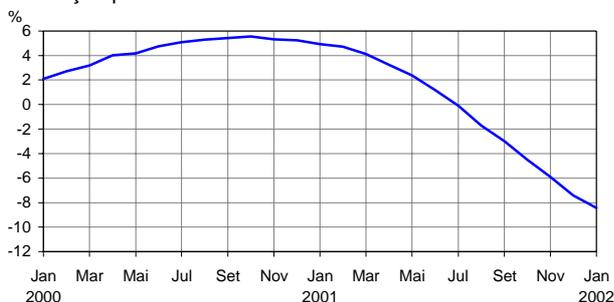


Fonte: Banco do Japão e Bloomberg

As exportações ainda refletem a desaceleração da economia mundial, embora a taxa de câmbio tenha iniciado movimento de depreciação, expressa pela evolução da média mensal de ¥117/US\$, em janeiro, para ¥128/US\$ em dezembro de 2001. A variação do saldo da balança comercial acumulado em doze meses mantém trajetória acentuadamente declinante a partir de julho de 2000. Em 2001, as exportações atingiram US\$402,4 bilhões, valor 16,1% inferior ao verificado em 2000, e as importações, US\$347,7 bilhões, decréscimo de 7,6%. Existem, no entanto, perspectivas de leve recuperação das vendas externas, condicionadas à recuperação das economias norte-americana e do leste asiático.

Produção industrial

Varição percentual acumulada em 12 meses

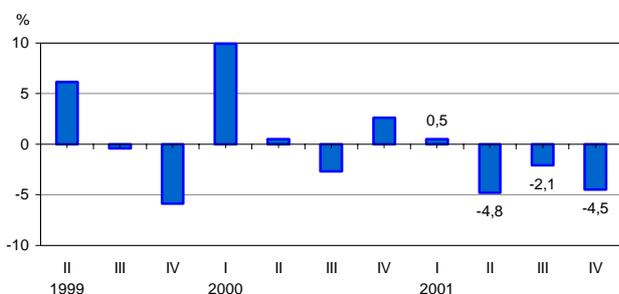


Fonte: Ministry of Economy, Trade and Industry

A produção industrial decresceu 2,5% no quarto trimestre, relativamente ao período anterior, e 13,3% na comparação com igual período de 2000. Em 2001, a redução alcançou 7,9%, a maior desde 1975, devido, principalmente, à contração de 17% assinalada na indústria de *chips* e outros equipamentos eletrônicos. Existe, porém, expectativa de reação, em função do reajustamento dos estoques. O fraco desempenho do setor industrial tem-se refletido na taxa de desemprego, que, a partir de 2001, iniciou trajetória ascendente, evoluindo de 4,7%, em fevereiro, para 5,6% em dezembro, induzindo o governo a alocar mais recursos na rede de proteção social. A tendência

de deterioração no nível de emprego deve persistir, dadas as previsões oficiais de retração da economia nos próximos dois anos.

Produto Interno Bruto^{1/}



Fonte: Economic Planning Agency

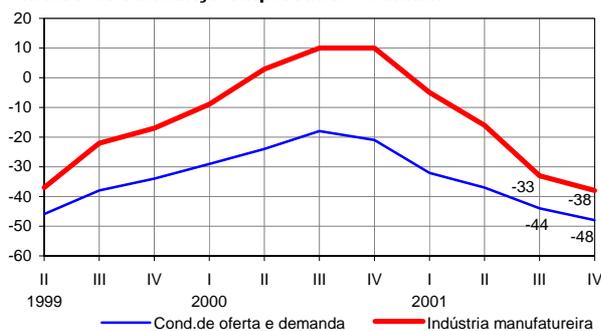
1/ Variação sobre trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal, anualizada.

A primeira estimativa do PIB para o quarto trimestre de 2001 indica decréscimo de 2,2% ante o trimestre precedente, com a demanda privada e os investimentos públicos registrando contrações de 2,4% e de 2,7%, respectivamente, e o consumo governamental, expansão de 1,2%. Na comparação com igual período de 2000, estima-se que a redução do PIB tenha alcançado 1,2%. O governo prevê retração do PIB de 1% no ano fiscal de 2001, a encerrar-se em 31 de março de 2002.

A economia manteve-se em deflação em 2001, com o CPI tendo registrado, em dezembro, contração mensal de 0,1%, e anual de 1,2%, apesar da política expansionista do Banco do Japão, implantada em 16 de março de 2001, que reduziu a taxa básica de juros a zero e aumentou a oferta de liquidez. Os preços por atacado registraram, em dezembro, variação mensal de 0,5% e anual de -0,8%, ainda sob o efeito de fatores sazonais nos preços da energia.

Com relação aos empréstimos vencidos e não pagos, cujo saldo, em setembro de 2001, atingiu ¥36,8 trilhões (US\$275 bilhões), 9,5% superior ao de março, o presidente do Banco Central defendeu a assistência financeira por meio da *Resolution and Collection Corporation* (RCC), que disporia de um fundo de US\$20 bilhões para a compra de ações em poder dos bancos. Permanece, contudo, a questão da definição quanto à transferência dos prejuízos inerentes à RCC.

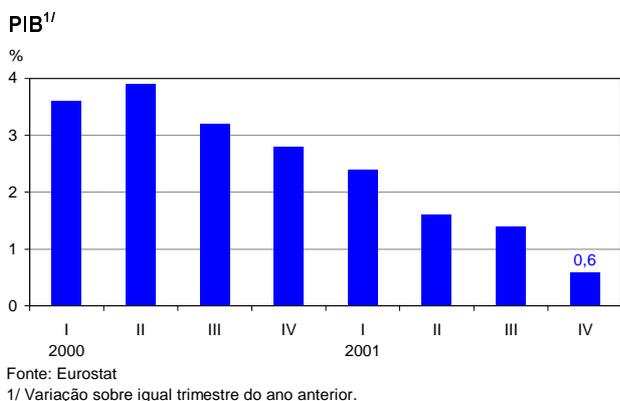
Índice de confiança empresarial - Tankan



Fonte: Banco do Japão

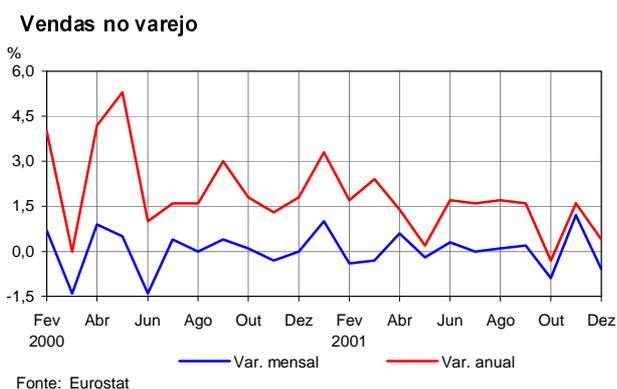
As incertezas econômicas decorrentes das dificuldades para solucionar problemas como a deflação e os empréstimos bancários têm-se refletido no índice Tankan, uma medida das expectativas de curto prazo para a indústria manufatureira, que, de -33, no terceiro trimestre, decresceu para -38 no período subsequente. Esse mesmo índice para as condições de oferta e demanda também declinou de -44 para -48 nos mesmos períodos.

4.3 – Área do Euro



Estatísticas relativas ao PIB, à produção industrial e às vendas no varejo confirmam o declínio do nível de atividade econômica na Área do Euro no último trimestre de 2001. Ao mesmo tempo, porém, surgem sinais de recuperação, caracterizados principalmente pela evolução positiva de diversos indicadores de confiança. Os indicadores econômicos, entretanto, somente deverão corroborar essa expectativa no decorrer de 2002. O PIB da região cresceu 0,6% no quarto trimestre de 2001, relativamente ao mesmo período de 2000, porém declinou 0,2% em relação ao trimestre anterior. A Comissão Européia estima que a variação trimestral do PIB atinja 0,4% no primeiro trimestre de 2002.

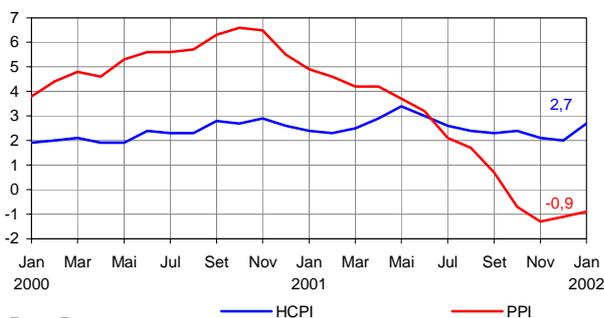
A produção industrial registrou contração de 4,1% em dezembro de 2001, relativamente ao mesmo mês do ano anterior. Entre os componentes do índice consolidado, a produção de bens manufaturados declinou 5,4%; a de bens intermediários, 8,4%; e a de bens duráveis, 5,9%.



Ao contrário do que vem ocorrendo nos Estados Unidos, as despesas de consumo na Área do Euro têm sido insuficientes para promover o reaquecimento da economia. Vale observar que, historicamente, a propensão a poupar é mais elevada na Europa do que nos Estados Unidos, de modo que estímulos à recuperação da economia tendem a produzir resultados com maior defasagem no caso europeu. Em dezembro de 2001, as vendas no varejo declinaram 0,6%, relativamente às de novembro. Em termos anuais, expandiram-se 0,4%. Esse resultado revela a postura defensiva assumida pelos consumidores em face do temor de elevação do desemprego, intensificado por anúncios de cortes de postos de trabalho em grandes empresas. Na Área do Euro, o desemprego manteve-se entre 8,3% e 8,5% em 2001, situando-se em 8,4% em janeiro de 2002.

HCPI e PPI

Variações anuais %



Fonte: Eurostat

— HCPI

— PPI

A taxa de variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (HCPI) declinou, ao longo do quarto trimestre de 2001, de 2,4%, em outubro, para 2% em dezembro, mas apresentou aumento significativo em janeiro de 2002, quando atingiu 2,7%. Em fevereiro, a taxa atingiu 2,5%, redução inferior às expectativas, uma vez que a alta de preços no início do ano vem sendo atribuída a fatores episódicos, tais como efeitos climáticos sobre os preços de alimentos, elevação de impostos indiretos em alguns países e arredondamento dos preços na conversão para o euro. Apesar disso, o lento ritmo de crescimento econômico deverá contribuir para que a taxa de inflação convirja para o valor de referência do Banco Central Europeu (BCE), 2%, nos próximos meses. O índice de preços ao produtor apontou deflação anual de 0,9% em janeiro.

A taxa de crescimento anual do M3, um dos pilares da política monetária do BCE, elevou-se significativamente no segundo semestre de 2001, passando de 6%, em agosto, para 7,9% em janeiro de 2002, comparativamente ao valor de referência estabelecido em 4,5%. Segundo o BCE, o crescimento do M3 fundamenta-se em fatores conjunturais, coincidindo com um período de ampliação da incerteza, traduzida em aumento da preferência pela liquidez. Adicionalmente, o comportamento do agregado tem sido contrabalançado, em parte, pela expansão limitada do crédito ao setor privado, cuja taxa de crescimento anual declinou de 6,8%, em dezembro de 2001, para 6,3% em janeiro de 2002.

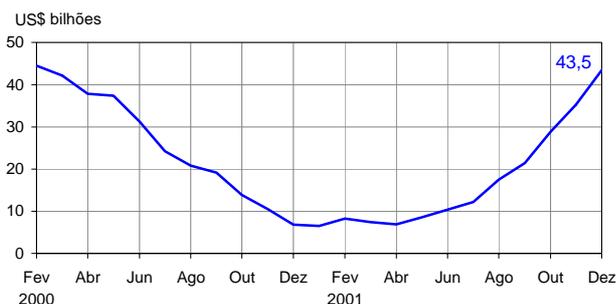
Em 2001, o BCE respondeu de forma cautelosa à recessão econômica, reduzindo a taxa básica de juros em 1,5 p.p., para 3,25% a.a. em dezembro, patamar mantido no primeiro bimestre de 2002. Não são esperados novos cortes no início de 2002, dada a expectativa de recuperação da economia. Por outro lado, a alta da inflação e o crescimento do M3 não justificam a elevação da taxa de juros.

O euro, que já desempenhava as funções de reserva de valor e de unidade de conta desde seu lançamento, em janeiro de 1999, começou a ser utilizado, a partir de 1º de janeiro de 2002, também como meio de

troca nos doze países que compõem a Área do Euro. A transição ocorreu sem transtornos, não obstante gerasse pequeno efeito inflacionário, decorrente do arredondamento dos preços convertidos. O sucesso da operação e o impacto da adoção de uma moeda única na região favoreceram as expectativas dos agentes econômicos.

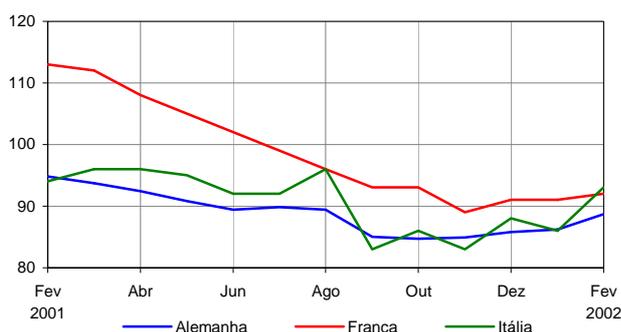
A Comissão Europeia propôs que Alemanha e Portugal fossem notificados formalmente, em decorrência da evolução de seus déficits públicos para o limite de 3% do PIB, estabelecido no Pacto de Estabilidade e Crescimento de 1997. O Ecofin, conselho formado pelos ministros das finanças dos países-membros, decidiu não emitir o aviso formal, após os dois países reafirmarem sua disposição de envidar todos os esforços necessários para impedir que os déficits atinjam o limite.

Saldo da balança comercial acumulado em 12 meses



Em 2001, a balança comercial da região foi superavitária em US\$43,5 bilhões, resultado de exportações de US\$940,7 bilhões e importações de US\$897,3 bilhões. Desse saldo, US\$23,1 bilhões foram gerados no quarto trimestre, quando as exportações cresceram 6,9%, em relação às do trimestre anterior, e as importações, 3,8%.

Indicadores de confiança



A expectativa de que o reaquecimento da economia americana se propague para a região motivou a evolução favorável de vários indicadores de confiança dos principais países da região. Nesse sentido, o Índice Geral de Expectativas de Negócios, estimado pelo Instituto de Pesquisas Econômicas (IFO) da Alemanha, registrou elevação em fevereiro, atingindo 88,7 pontos, seu nível mais alto desde setembro. Na França, a Pesquisa de Tendências da Indústria, realizada *pele Institut National de la Statistique et des Études Économiques* (Insee), também vem apontando melhora das expectativas, subindo de 89 pontos em novembro, para 92 pontos, em fevereiro.

Na Itália, terceira maior economia da Área do Euro, o indicador de confiança empresarial, calculado pelo *Istituto di Studi e Analisi Economica* (Isae), apresentou variação ainda mais acentuada, de 83 pontos, em novembro de 2001, para 93 pontos em fevereiro de 2002.

4.4 – Economias emergentes

4.4.1 – Economias asiáticas

China

A economia chinesa vem crescendo rápida e persistentemente nos últimos anos, a despeito da desaceleração global e do modesto desempenho da demanda interna, tendo fixado meta de expansão de 7% para 2002. Esse objetivo deverá exercer forte pressão sobre as finanças da nação, exigindo gastos expressivos do governo.

O governo tem atuado incisivamente para a geração do produto, fornecendo suporte à demanda interna. Nesse sentido, os salários dos servidores civis foram elevados duas vezes em 2001 e têm sido desenvolvidos esforços para ajudar grupos de baixa renda nas áreas urbanas. Não obstante, a estagnação da renda no meio rural, que agrega 64% da população e 15% do PIB, tem sido um obstáculo ao crescimento da demanda.

Após estabilização desde maio de 2001, as exportações elevaram-se mais do que o esperado no quarto trimestre, quando atingiram US\$71,3 bilhões, com participação mais expressiva dos mercados americano e japonês. As importações somaram US\$62,2 bilhões. Em 11 de dezembro de 2001, a China ingressou na Organização Mundial do Comércio (OMC) e passará a reforçar o sistema multilateral de transações comerciais, com reflexos positivos para a economia mundial.

Em dezembro, a produção industrial cresceu 8,7% em relação ao patamar de igual período do ano precedente, ante variação de 9,7% em setembro. Essa redução no ritmo de crescimento refletiu expansão moderada dos investimentos, acompanhada de leve redução no volume de estoques.

Os fluxos de investimento direto estrangeiro, direcionados principalmente ao setor exportador, apresentaram excelente desempenho em 2001, não obstante a análise trimestral evidencie taxas significativamente decrescentes se comparados os resultados nos trimestres de 2001 ante os assinalados em períodos correspondentes no ano anterior. Parte desses investimentos migraram para países como Japão, Coréia e Taiwan.

Os preços têm permanecido sob leve declínio, após apresentarem elevação, também discreta, no primeiro semestre. O CPI registrou, em dezembro, variação mensal de -0,2% e anual de 0,7%.

O crescimento dos depósitos bancários e a redução dos lucros empresariais têm provocado declarações do Primeiro Ministro Zhu Rongji de que na China existe ambiente para redução da taxa de juros. Atualmente, a taxa de juros para depósitos de um ano situa-se em 1,25% a.a., podendo ser reduzida em pelo menos 25 p.p.

Coréia do Sul

A economia coreana apresentou crescimento de 3,7% no quarto trimestre de 2001, em relação ao período correspondente no ano anterior, superior às previsões oficiais, com a maior contribuição originando-se do setor de serviços, que expandiu 7,2% no período.

As exportações alcançaram US\$36,1 bilhões no quarto trimestre, e as importações, US\$34,3 bilhões. As previsões de mercado indicam que, se a moeda japonesa continuar sua trajetória de depreciação e a taxa de câmbio atingir ¥138/US\$, a competitividade dos produtos coreanos será comprometida.

A produção industrial cresceu 3,3% em dezembro, relativamente a dezembro de 2000. A taxa de desemprego atingiu 3,3% em dezembro, percentual que vem traduzindo a estabilidade do indicador.

A inflação apresentou variação anual de 3,2% em dezembro, ante 3,6% em outubro. A depreciação de outras moedas frente à moeda coreana tem contribuído para a evolução confortável dos preços de importação. A taxa de juros básica situa-se em 3,97% a.a.

As condições favoráveis da economia são corroboradas pelo Índice de Confiança do Consumidor para o horizonte de seis meses, que evoluiu de 92,9, em outubro, para 100,9 em dezembro.

4.4.2 – Rússia

O ano de 2001 foi marcado por uma série de mudanças, incluindo a reforma fiscal, a simplificação de licenciamento para a criação de novas empresas e o fortalecimento do direito de propriedade das terras. Para 2002, está prevista a reforma do sistema judiciário e maior liberalização do comércio exterior, incluindo a reforma aduaneira.

Em 2001, o PIB russo apresentou taxas de crescimento superiores às médias internacionais, atingindo 4,9% no primeiro trimestre e 5,3% e 4,9%, respectivamente, nos períodos subseqüentes, considerando-se o trimestre correspondente do ano anterior como base de comparação. Está prevista redução do PIB no quarto trimestre, mas em intensidade menor do que a registrada nos países europeus.

A produção industrial de janeiro de 2002 apresentou expansão de 2,2%, em relação ao mesmo mês do ano anterior, a mais reduzida dos últimos 12 meses. Essa desaceleração não se refletiu na taxa de desemprego, que, em janeiro de 2002, situou-se em 6,4%, mesmo patamar do mês anterior. Em janeiro de 2001, a taxa de desemprego havia alcançado 7,1%.

A redução das taxas de juros nos principais países do G-7, juntamente com a maior disciplina fiscal e o bom andamento das reformas estruturais, favoreceram o ingresso de capitais externos na Rússia, ocasionando apreciação cambial real da ordem de 8,6% em 2001. Apesar do cenário externo desfavorável, a balança comercial assinalou superávit de US\$50 bilhões em 2001, ante US\$60 bilhões no ano anterior, reflexo da contração nos preços do petróleo. No mesmo sentido, o superávit em conta corrente russo, bastante expressivo quando comparado com os relativos aos demais países emergentes, declinou de US\$46 bilhões, em 2000, para US\$34 bilhões em 2001, representando 11% do PIB.

Objetivando assegurar resultado fiscal favorável, a Rússia promoveu, em 2001 e início de 2002, reajustes em vários preços administrados. As tarifas de serviços públicos aumentaram, em janeiro, de 16% a 20%. Como resultado, a inflação desse mês atingiu 3,1%, a maior desde fevereiro de 1999, interrompendo trajetória de queda da inflação anual. As estimativas para fevereiro de 2002 apontam para inflação mensal de 2%.

As receitas fiscais em 2001 foram recordes, atingindo 17,6% do PIB, ante 15,5% do PIB em 2000. As despesas do governo situaram-se em 14,4% do PIB nos dois anos. Nesse contexto, o superávit primário consolidado expandiu de 4,7% do PIB, em 2000, para 5,7% do PIB em 2001, e o resultado nominal, de 1,2% do PIB para 3,1% do PIB. As reservas internacionais situaram-se em US\$36,9 bilhões ao final de fevereiro de 2002. Adicionalmente, a dívida externa total também evoluiu favoravelmente, totalizando US\$135,3 bilhões ao final de 2001, ou 45% do PIB, comparativamente a US\$142,6 bilhões em 2000, 61% do PIB.

A taxa de juros interbancária atingiu 23,9% a.a., em dezembro de 2001, e 25% a.a. ao final de fevereiro de 2002. As taxas de longo prazo (4-5 anos) atingiram 17,12% a.a. ao final de 2001, comparativamente a 27% a.a. no final de 2000, refletindo a redução da inflação no segundo semestre de 2001.

4.4.3 – Turquia

Os principais indicadores do nível de atividade econômica continuaram desfavoráveis, mas a economia pode estar ultrapassando o ponto inferior do ciclo econômico. Nesse sentido, o declínio da produção industrial em janeiro foi representativamente inferior ao registrado em dezembro, e o índice de utilização da capacidade instalada atingiu 74,2%, ante 73,3% em dezembro. Por outro lado, a recuperação da demanda interna pode ser dificultada pela elevação da taxa de desemprego, que atingiu 10,6% no quarto trimestre de 2001, ante 8% no período anterior.

A produção industrial seguiu registrando variações anuais declinantes, 9,4% em dezembro de 2001 e 3,1% em janeiro de 2002. Esse comportamento tem sido influenciado pela volatilidade da taxa de câmbio, que introduz fator de incerteza nos mercados, e pela persistente insuficiência no mercado de crédito, decorrente de dificuldades no sistema bancário.

A inflação permanece em níveis elevados, ameaçando comprometer o cumprimento das metas do programa de ajuste econômico. A variação anual do índice de preços ao consumidor vem apresentando trajetória de aceleração nos últimos meses, situando-se em 68,5% em dezembro

de 2001, em 73,2% em janeiro, e em 73,1%, em fevereiro de 2002. O índice de preços por atacado, por sua vez, subiu 91,8% no período de doze meses encerrado em fevereiro.

No início de fevereiro, o FMI aprovou um acordo *stand-by* de três anos, destinado a sustentar o programa de ajuste macroeconômico da Turquia. Foi aprovado crédito total de US\$16 bilhões, dos quais aproximadamente US\$9 bilhões disponíveis para saque imediato. O novo programa substituiu o acordo firmado em dezembro de 1999, que totalizou US\$19 bilhões, dos quais foram utilizados US\$15 bilhões. Os créditos não utilizados foram incluídos no acordo atual. Os recursos aprovados devem cobrir as necessidades de financiamento externo para 2002, estimadas em US\$10 bilhões. O FMI mais uma vez justificou o apoio ao programa de ajuste reconhecendo o sério comprometimento das autoridades turcas com a implementação de reformas, que incluíram a adoção de um regime de câmbio flexível e avanços na reestruturação do setor bancário e na preparação para o processo de privatizações. As principais metas do novo programa são a consolidação do ajuste fiscal e o controle da inflação. As medidas planejadas incluem cortes no emprego público, reforma da política tributária e implementação de regime de metas para a inflação. As principais metas para 2002, estabelecidas no acordo, são inflação de 35% e superávit fiscal primário de 6,5% do Produto Nacional Bruto (PNB).

O desempenho fiscal, um dos parâmetros principais do programa de ajuste macroeconômico, foi bastante positivo em 2001. O superávit primário alcançou 12,5 trilhões de liras turcas, o que equivale a 6,7% do PIB, situando-se acima da meta estabelecida no acordo com o FMI, de 11,6 trilhões de liras turcas. O resultado decorreu, sobretudo, da expansão das receitas, particularmente das receitas não-tributárias, favorecidas pela venda de concessão de telefonia celular. Outras receitas tributárias também contribuíram, como a arrecadação de impostos indiretos, especialmente o Imposto de Valor Agregado (IVA) e o Imposto sobre o Consumo de Petróleo. Vale destacar que a alíquota do IVA de alguns produtos foi reduzida nos dois últimos meses de 2001, com o objetivo de estimular o consumo interno.

O saldo da balança comercial foi negativo em US\$9,3 bilhões em 2001, comparativamente a US\$26,7 bilhões no ano anterior. A forte redução refletiu contração das importações, de US\$54,5 bilhões, em 2000, para

US\$40,5 bilhões em 2001, e aumento das exportações, de US\$27,8 bilhões para US\$31,2 bilhões. A perspectiva de aprovação de novo acordo com o FMI, efetivado mais tarde, promoveu acentuada melhora das expectativas nos mercados financeiros e contribuiu para a apreciação da lira turca em relação ao dólar norte-americano, superior a 20% entre meados de outubro e final de janeiro.

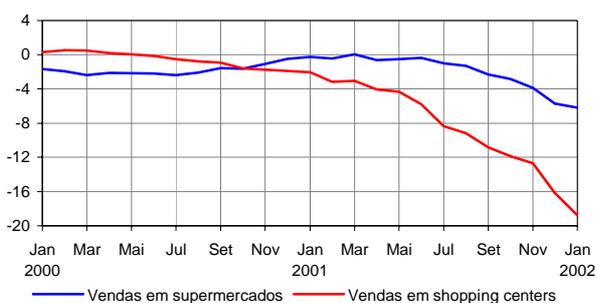
4.4.4 – América Latina

Argentina

A transição para o sistema de câmbio flutuante, depois de quase 11 anos de vigência do regime de conversibilidade, influenciou o cenário econômico argentino, que continuou apresentando, no primeiro trimestre de 2002, incertezas devidas às indefinições das políticas monetária e fiscal sob o novo regime cambial e à instabilidade do setor financeiro, cujo grau de solvência configura-se incerto diante das regras de "desdolarização" da economia. Esses fatores tornam desfavoráveis as perspectivas de recuperação da economia no curto e médio prazo.

Indicadores de demanda

Varição percentual acumulada em doze meses



Fonte: Ministério da Economia/Indec

Em janeiro, o quadro de indefinições e a crise de liquidez que acompanharam a desvalorização do peso, refletindo as restrições de acesso aos depósitos bancários, induziram a um processo de aprofundamento da recessão econômica. As vendas em supermercados registraram contrações de 6,4%, na comparação com igual mês do ano anterior, e de 6,2% no período acumulado de doze meses, enquanto as vendas em *shopping centers* retraíram-se 40,1% e 18,8%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação. O Indicador Sintético de

Atividade Industrial (Isac), que reflete a demanda por insumos para o setor de construção civil, retraiu-se 43,8% em janeiro, na comparação com o relativo ao mês correspondente do ano anterior, e 12,5% considerado o período acumulado de doze meses.

O setor fiscal permanece como fonte de instabilidade em 2002, na medida em que os impactos fiscais das alterações nos regimes monetário

e cambial mostram-se indefinidos. Em fevereiro, o governo enviou o plano orçamentário de 2002 para apreciação do Poder Legislativo, estimando déficit global anual de 3 bilhões de pesos, ante déficit global de 9 bilhões de pesos em 2001. A expectativa de contração do gasto primário fundamenta-se na diminuição das despesas com serviço da dívida, dada a suspensão dos pagamentos aos credores externos privados, e do aumento nominal da arrecadação, devido à aceleração inflacionária.

Entretanto, o desaquecimento da atividade econômica tem levado a forte retração na arrecadação fiscal, que apresentou redução de 20% em fevereiro, após contração similar em janeiro, comprometendo as expectativas de receita para o ano.

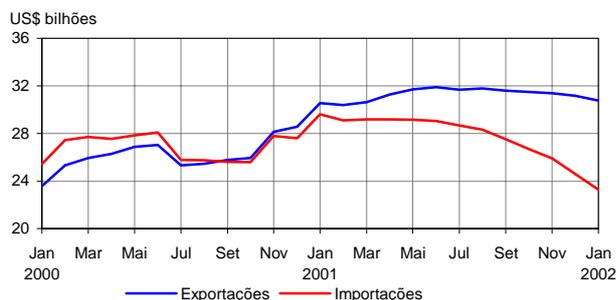
Em março, o governo federal e as províncias chegaram a um acordo de redução nas transferências constitucionais do governo central. Em troca, o Executivo nacional deverá assumir parte das dívidas provinciais, o que significará aumento de cerca de 16 bilhões de pesos na dívida pública do governo central. Essa operação torna possível a redução dos gastos primários a curto prazo, ao mesmo tempo em que o entendimento entre as duas esferas de governo pode eliminar uma fonte de desequilíbrio constante do ponto de vista fiscal, uma vez que o déficit global de 2001 foi potencializado devido ao déficit registrado pelas províncias.

Quanto à redução dos gastos no serviço da dívida externa, assinala-se que os pagamentos suspensos foram os devidos a credores privados, o que significa a continuidade do cumprimento das obrigações com organismos multilaterais e de governos estrangeiros. Nesse sentido, o FMI aprovou, em janeiro, pedido do governo argentino para estender por um ano as amortizações dos empréstimos concedidos em 2000 e 2001. Do mesmo modo, o governo se empenha na elaboração de programa fiscal consistente que atenda as recomendações do FMI, em busca do apoio daquele organismo, considerado decisivo para a recuperação da economia argentina.

Os resultados do comércio exterior ainda não explicitaram a desvalorização do peso. Em janeiro, ainda sob o impacto do novo ambiente econômico, embora a balança comercial tenha registrado saldo positivo de US\$960 milhões, ante superávit de US\$95 milhões no mesmo

Balança comercial

Acumulado em doze meses



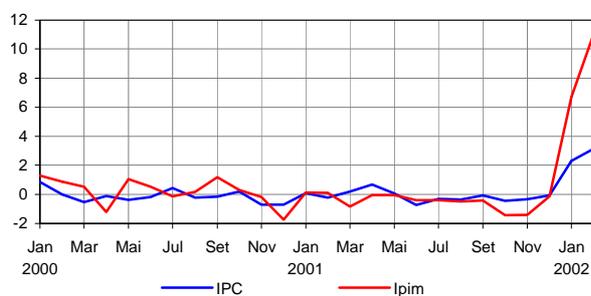
Fonte: Ministério da Economia/INDEC

mês de 2001, as transações comerciais com o exterior declinaram, com as exportações contraindo-se 12% e as importações, 56%, considerada a mesma base de comparação. Assinale-se que a redução nas exportações ocorreu em razão de contração dos preços.

A instabilidade econômica repercutiu negativamente sobre a atividade industrial. Segundo o *Instituto Nacional de Estadísticas y Censos* (Indec), o Estimador Mensal Industrial (EMI), *proxy* para avaliação da produção industrial, retraiu-se 18,2% em janeiro de 2002, relativamente a mesmo mês do ano anterior. Se considerado o período acumulado de doze meses, a redução da produção atinge 7,5%. Do ponto de vista setorial, as indústrias automotiva, têxtil e metal-mecânica lideraram o movimento de retração na atividade industrial, mantendo tendência já observada no ano anterior.

Inflação

Variação percentual mensal



Fonte: Ministério da Economia/INDEC

Embora a desvalorização cambial tenha exercido pressão sobre os preços, a inflação se mantém controlada, dada a retração da demanda doméstica. Em fevereiro, o IPC alcançou 3,1%, acumulando inflação de 5,5% em 2002, bimestre em que esteve pressionado pela elevação nos preços dos alimentos e dos utensílios domésticos, ante deflação de 0,14% no mesmo período do ano precedente. O *Índice de Precios Internos al por Mayor* (Ipim), que mede a variação de preços por atacado, registrou variação de 11% em fevereiro, acumulando, no ano, inflação de 18,5%, refletindo principalmente o crescimento nos preços dos produtos importados.

No que se refere ao regime cambial, as mudanças iniciais apontavam para a adoção de câmbio duplo, direcionado a operações de comércio exterior e a operações financeiras, regime substituído por um sistema único com câmbio flexível. Ressalte-se que, simultaneamente, foram implementadas medidas que restringiam a venda de dólares por bancos e as remessas de dólares por empresas, e anunciadas intervenções pontuais do Banco Central no mercado cambial.

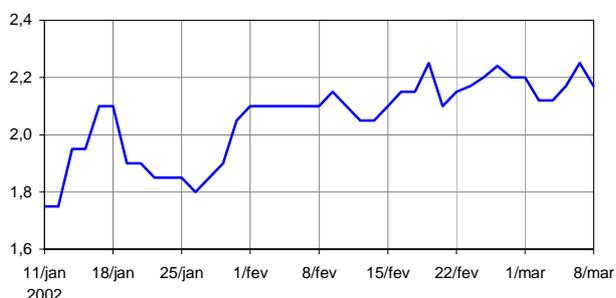
As alterações no regime cambial repercutiram sobre o sistema financeiro, na medida em que parte dos ativos e passivos bancários era constituída por moeda estrangeira. Nesse sentido, para proteger as empresas e a parte da população que detinha dívidas em dólar, assim como para garantir que os depósitos bancários não perdessem parte do seu valor, o governo optou por regras de conversão diferenciadas para ativos e passivos bancários.

Os ativos em dólares do sistema bancário, ou seja, os passivos das empresas e da população, em dólares, seriam convertidos à cotação de 1 peso por dólar, enquanto os passivos do sistema bancário, ou os depósitos bancários, seriam convertidos à cotação de 1,4 peso por dólar. Para compensar os prejuízos causados pela desvinculação entre ativos e passivos, o governo acenou com a possibilidade de emissão de bônus federais, o que, na prática, configuraria uma estatização da dívida privada. Entretanto, permanece indefinido o cenário para o sistema financeiro, uma vez que ainda não existem boas estimativas quanto à magnitude do desequilíbrio no patrimônio líquido nem previsões dos graus de risco de uma crise sistêmica no setor bancário.

Concomitantemente às medidas de conversão de dívidas e de depósitos bancários e à mudança no regime cambial, o governo manteve as restrições aos saques. Inicialmente, foi anunciado um calendário para liberação dos depósitos, mas algumas medidas de flexibilização foram instituídas, entre as quais a liberação da movimentação de contas em que são depositados salários, aposentadorias e indenizações por demissões e acidentes de trabalho.

Taxa de câmbio

Pesos por dólar



Fonte: Reuters

A liquidez estreita do sistema financeiro e a centralização das negociações do mercado cambial têm evitado que a cotação da moeda argentina apresente maior volatilidade e têm mantido estáveis os depósitos bancários e as reservas internacionais. Simultaneamente, a taxa de juros *Baibor* para operações interbancárias em 30 dias alcançou 105,4% a.a., em 20 de fevereiro, e o risco soberano argentino, medido pelo Índice EMBI+, do banco JP Morgan, permaneceu em torno de 4.000 pontos básicos, deixando a Argentina como o país que apresenta maior risco de investimento entre os analisados.

México

O processo recessivo experimentado pela economia mexicana durante a maior parte de 2001 pode ser evidenciado pelas contrações do PIB, de 1,5% no terceiro trimestre e de 1,6% no período subsequente, na comparação com períodos correspondentes do ano anterior. Tais resultados foram influenciados por substanciais reduções do PIB setorial da indústria de transformação, que, consideradas as mesmas bases de comparação, atingiram 5,7% e 5%, respectivamente.

O Indicador Global da Atividade Econômica (Igae) apresentou retrações sucessivas desde maio de 2001, tendo registrado, em dezembro, contração de 2,4% em relação ao mesmo mês do ano anterior. O quadro recessivo torna-se mais evidente de acordo com a evolução do índice mensal da produção industrial, que, ao final de 2001, apresentou queda de 4,9%, em relação a dezembro do ano anterior, após retrações consecutivas desde fevereiro. A indústria maquiadora de exportação apresentou retração ainda mais significativa. Como resultado, a taxa de desemprego aberto atingiu 3% em janeiro de 2002, a maior dos últimos 12 meses.

Por outro lado, existem sinais que poderiam indicar a reversão desse quadro, como, por exemplo, a expansão de 2% nas vendas a varejo em dezembro, em relação às registradas no mês correspondente de 2000. Além disso, as agências de *rating* Moody's e Standard & Poors melhoraram, no início desse ano, a classificação de risco do país, tornando-o *investment grade*, o que facilita a captação de novos recursos externos. Contudo, os indicadores macroeconômicos ainda não revelam sinais claros de recuperação do nível de atividade.

No que se refere às contas públicas, as receitas acumuladas em 2001 atingiram 22,3% do PIB, e as despesas, 23% do PIB, proporcionando déficit nominal consolidado de 0,7% do PIB. O orçamento para 2002 prevê aumento de 0,5% do PIB na receita ordinária e de 0,76% do PIB em receitas extraordinárias, incluindo novas privatizações e concessões.

O déficit da balança comercial mexicana acumulou US\$9,7 bilhões em 2001, ante US\$8 bilhões no ano anterior. Essa evolução esteve vinculada à redução do valor das exportações de petróleo e à queda das outras

exportações, decorrente da recessão mundial. Em janeiro de 2002, o déficit totalizou US\$734 milhões, ante US\$944 milhões em janeiro do ano anterior.

O balanço de pagamentos apresentou déficit de US\$17,3 bilhões em conta corrente em 2001, correspondente a 2,8% do PIB. Os investimentos estrangeiros diretos alcançaram US\$23,4 bilhões em 2001, e as reservas internacionais situaram-se em US\$40 bilhões, ao final do ano anterior.

A dívida consolidada do governo atingiu 26,1% do PIB em 2001, ante 21,8% no ano anterior. Daquela cifra, 13,7% corresponderam à dívida interna e 12,4% à dívida externa. Em 2001, a dívida externa total, incluindo o setor privado, totalizou US\$148,4 bilhões, correspondente a 24,4% do PIB.

A trajetória de preços apresenta-se em declínio. Nesse sentido, em janeiro de 2002, a taxa de variação do IPC acumulada em 12 meses alcançou 4,79%, ante 8,11% no mesmo mês do ano anterior. Queda mais acentuada registrou-se no índice de preços ao produtor, com a taxa acumulada em 12 meses declinando do patamar de 5%, no final de 2000, para 1,29% em dezembro de 2001. As taxas de juros também apresentaram trajetória declinante, conforme evidenciado pela contração nos rendimentos dos Certificados do Tesouro (Cetes) de 28 dias, de 17,6% a.a. em fevereiro de 2001, para 6,3% a.a. em fevereiro do corrente ano.

O *Banco de México* (Banxico) projetou, para 2002, crescimento do PIB de 1,5%, taxa de inflação de 4,9% e déficit em conta corrente equivalente a 3,2% do PIB.

Chile

A economia chilena foi significativamente afetada pela crise da Argentina, em virtude do comércio bilateral e do fluxo de capitais (53% do investimento estrangeiro total chileno na década de 90 destinou-se à Argentina). Apesar dessa constatação, com a política de cortes das taxas de juros adotada por outros países, a partir de meados de setembro de 2001, aumentou o fluxo de recursos externos

para a economia chilena, e a taxa de câmbio nominal média recuou para \$670,67/US\$ no início de março de 2002, após ter atingido cotação pouco acima de \$700/US\$ em outubro do ano anterior. A atual taxa de câmbio ainda reflete depreciação nominal de 16,2% em relação a março de 2001, mantendo razoável grau de competitividade das exportações.

No que diz respeito ao nível de atividade, a economia chilena ainda se ressentia da recessão mundial. As estimativas preliminares apontam para crescimento do PIB de 3% em 2001, ante 5,4% registrados em 2000. O *Indicador Mensual de Actividad Económica* (Imacec), de dezembro de 2001, diminuiu 0,8% com relação a novembro, e cresceu 1,4% comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, a taxa mais baixa, na mesma base de comparação, durante todo o ano de 2001. O índice da produção industrial do *Instituto Nacional de Estadísticas*, de dezembro de 2001, diminuiu 6%, com relação a novembro, e foi 1,9% inferior comparativamente com o mesmo mês do ano precedente. Apesar de todos esses dados desfavoráveis, as vendas a varejo cresceram 4,3% em dezembro de 2001, comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, evidenciando crescimento anual médio de 1,7% em relação à média do ano precedente. As indicações de um possível reaquecimento do consumo ainda são inconclusivas, tendo as vendas dos supermercados apresentado crescimento de apenas 0,4% em dezembro de 2001, comparativamente a dezembro de 2000, e as vendas de vestuário crescido 15,2%, na mesma base de comparação. De qualquer maneira, números positivos começam a emergir do lado do emprego. A taxa de desemprego verificada em dezembro de 2001 foi de 7,9%, menor que a registrada no mesmo período do ano anterior, quando atingiu 8,3%, após ter atingido pico de 10,1% em setembro.

As exportações totalizaram US\$17,4 bilhões em 2001, ante US\$18,1 bilhões verificados no ano anterior, refletindo a diminuição do comércio mundial durante 2001. As importações acumularam US\$15,8 bilhões e US\$16,7 bilhões nos mesmos períodos. O saldo acumulado da balança comercial atingiu US\$1,5 bilhão em 2001, comparativamente a US\$1,4 bilhão registrado em 2000. Em janeiro de 2002, as exportações foram de US\$1,5 bilhão, e as importações alcançaram US\$1,4 bilhão. O déficit em conta corrente foi de US\$988 milhões ao final de 2001, comparativamente a US\$903 milhões em 2000.

A dívida externa total do Chile (pública e privada) apresenta comportamento estável. Em dezembro de 2001, era de US\$37,8 bilhões, ante US\$36,8 bilhões em dezembro do ano anterior, para um PIB médio de US\$63,2 bilhões em 2001. As reservas internacionais igualmente apresentaram estabilidade, com US\$14,1 bilhões em fevereiro de 2002, o mesmo nível do mesmo mês do ano anterior.

Em fevereiro de 2002, o IPC chileno registrou inflação zero, a menor dos últimos doze meses, com respeito ao índice verificado em janeiro, acumulando inflação anual de 2,5%. O *Índice de Precios al por Mayor* (IPM), em janeiro de 2002, acumulou 3,9% nos últimos doze meses. Na última reunião, realizada em 19 de fevereiro, o Banco Central do Chile reduziu a taxa de juros básica de 6% para 5,5% ao ano. A política monetária expansionista visa assegurar a recuperação do nível de atividade para 2002, visto que a inflação aparenta trajetória de declínio.

4.5 – Mercado financeiro internacional

O comportamento dos fluxos financeiros privados líquidos do mercado internacional de capitais para os países emergentes foi desfavorável em 2001, quando apresentou redução de 31,9% em relação ao ano anterior, situando-se em US\$115,1 bilhões. A desaceleração econômica mundial, as crises financeiras na Argentina e Turquia e o aumento da aversão ao risco dos investidores afetaram principalmente os capitais de portfólio e os empréstimos bancários internacionais, exceto os investimentos diretos, que permaneceram estáveis. Para o corrente ano, o *Institute of International Finance* (IIF) prevê crescimento para US\$144,2 bilhões, favorecido pela recuperação econômica mundial, em função de melhor desempenho da economia dos Estados Unidos, e de limitado contágio da situação argentina.

Durante o ano de 2001, diversos fatores afetaram o desempenho do mercado internacional no que diz respeito ao financiamento das economias emergentes. Capitaneada pela economia norte-americana, cuja taxa de crescimento anual do PIB reduziu-se de 5%, em 2000, para 1,2% em 2001, a economia mundial sofreu significativa redução em seu ritmo de expansão. De acordo com previsão do FMI no *World Economic Outlook* de dezembro de 2001, o produto mundial teve sua

taxa de variação reduzida pela metade, de 4,7%, em 2000, para 2,4% em 2001. Dentre os países que compõem o G-7, a redução foi ainda mais acentuada, de 3,5% para 1%, na mesma base de comparação.

Em movimento no mesmo sentido, as principais bolsas de valores no mundo registraram significativas perdas no ano, com bastante volatilidade. Apresentando comportamento similar, os índices das bolsas de Nova Iorque (*Dow Jones, Standard and Poor's 500 e Nasdaq Industrial Average*), Londres e Tóquio tiveram ganhos nos primeiros meses de 2001, com inflexão a partir de maio. O mercado acionário foi fortemente afetado pelos efeitos do atentado terrorista de 11 de setembro, tendo atingido suas menores cotações no período imediatamente posterior.

Houve também ocorrências de crises financeiras em países emergentes como Turquia e Argentina. Tais crises responderam por parcela significativa da redução dos fluxos privados líquidos de financiamento devido às saídas líquidas de capitais de US\$20,6 bilhões apenas nesses dois casos.

Além desse efeito direto, houve também contribuição indireta dessas crises para os fluxos internacionais de capitais pela deterioração do cenário econômico e recrudescimento da incerteza e dos riscos associados aos investimentos. Não obstante, ressalte-se que, ao contrário de crises financeiras anteriores, os efeitos de contágio, principalmente da situação argentina, foram bastante limitados devido à larga antecipação do agravamento das dificuldades naquele país e às melhorias na gestão da política econômica nos países vizinhos, que levaram os investidores internacionais a diferenciar os riscos dos diferentes mercados.

Por fim, o aumento da aversão ao risco dos participantes do mercado financeiro internacional também contribuiu para a redução dos fluxos de capitais. Apesar das reduzidas taxas de juros nos países desenvolvidos – nos Estados Unidos, os juros básicos reduziram-se de 6,5% a.a. para 1,75% a.a., na Área do Euro, de 4,5% a.a. para 3,25% a.a. e no Japão permaneceram ao redor de zero – e do fraco

desempenho no mercado acionário, com impactos negativos na rentabilidade das aplicações desses investidores, detectou-se preferência por segurança (*flight to quality*), que também contribuiu para reduzir os financiamentos para países emergentes abaixo do grau de investimento (*investment grade*).

De acordo com resultados preliminares do IIF, o financiamento externo líquido dos países emergentes, que alcançara US\$167,2 bilhões, em 2000, reduziu-se a US\$135,1 bilhões em 2001. A contração nos créditos privados líquidos foi ainda mais acentuada, de US\$169 bilhões para US\$115,1 bilhões, sendo parcialmente compensada pelos capitais oficiais, que passaram de saídas líquidas de US\$1,9 bilhão, em 2000, para ingressos líquidos de US\$20 bilhões em 2001, devido às dificuldades financeiras em alguns países.

Financiamento externo dos países emergentes

Discriminação	US\$ bilhões					
	Total			América Latina		
	2000	2001 ^{1/}	2002 ^{2/}	2000	2001 ^{1/}	2002 ^{2/}
Financiamento externo	167,2	135,1	161,9	49,6	71,7	65,4
Capitais privados	169,0	115,1	144,2	58,3	47,8	51,1
Investimentos diretos	132,5	148,8	117,1	59,1	59,6	35,6
Portfólio	14,8	-1,7	13,5	-6,0	-1,5	-0,4
Empréstimos	21,7	-32,0	13,6	5,1	-10,3	16,0
Capitais oficiais	-1,9	20,0	17,8	-8,7	23,9	14,3

Fonte: *Institute of International Finance. Capital Flows to Emerging Market Economies*, 30 de janeiro de 2002.

1/ Estimativa.

2/ Previsão.

Dentre os principais componentes do financiamento privado, apenas os investimentos diretos apresentaram crescimento, variação de US\$16,3 bilhões para US\$148,8 bilhões, influenciado por duas operações de monta, a compra do banco mexicano *Grupo Financiero Banamex - Accival* (Banacci) pelo Citibank e da empresa sul-africana *De Beers*, que, juntas, superaram US\$20 bilhões. Os investimentos em portfólio e os empréstimos internacionais tornaram-se negativos, passando de US\$14,8 bilhões e US\$21,7 bilhões, respectivamente, para saídas líquidas de US\$1,7 bilhão e US\$32 bilhões, na ordem.

4.6 – Petróleo

A redução da meta de produção de petróleo da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), em 2001, alcançou 3,5 milhões de barris por dia, com o propósito de estabilizar o mercado desse produto. Contudo, os atentados terroristas de 11 de setembro fizeram com que os preços caíssem acentuadamente. O preço da cesta de referência da Opep passou da média de US\$25,00 por barril, nos oito primeiros

Petróleo à vista

Fonte: Bloomberg

meses de 2001, para US\$20,00 até o final de setembro, e, posteriormente, ficou pouco abaixo de US\$17,00 por barril.

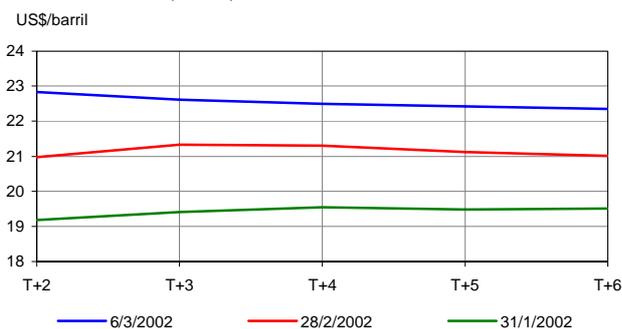
Em meados de novembro, a Opep decidiu reduzir a meta de produção em mais 1,5 milhão de barris por dia, por seis meses, a partir de 1º de janeiro de 2002, enquanto os produtores não pertencentes à organização se comprometeram em redução de 462 mil barris por dia. Assim, em janeiro de 2002, o preço da cesta de referência da Opep elevou-se para US\$18,50 por barril, acima da média de novembro e dezembro de 2001.

Em 4 de março, a Opep e a Rússia iniciaram conversações sobre a adoção de medidas objetivando a estabilização do preço do petróleo no segundo trimestre do ano, pois a Rússia havia se comprometido a reduzir sua produção apenas no primeiro trimestre de 2002.

A demanda de petróleo cresceu 100 mil barris por dia, em 2001, a menor taxa de expansão ano a ano desde 1985, totalizando em média 76 milhões de barris por dia. Em 2002, a estimativa de demanda para o primeiro trimestre é de 76,4 milhões de barris por dia, comparativamente a 76,9 milhões de barris por dia em igual trimestre de 2001.

Quanto à produção mundial de petróleo, o corte efetivado pela Opep e cinco produtores não pertencentes à Organização fez com que a produção total diminuísse em 510 mil barris por dia, estimando-se produção média, para janeiro de 2002, de 76,3 milhões de barris por dia, comparativamente a 76,8 milhões de barris por dia em dezembro.

Embora a meta de produção para os dez países membros da Opep, em janeiro, fosse fixada em 21,7 milhões de barris por dia, a produção efetiva nesse mês alcançou 23 milhões de barris por dia. A produção do Iraque elevou-se para 2,2 milhões, totalizando 25,19 milhões de barris por dia a produção da Opep como um todo.

Petróleo futuro (Brent)**Petróleo tipo Brent**

Média no período



O preço do petróleo tipo *Brent* no mercado à vista aumentou de US\$20,57/barril, em final de dezembro, para US\$22,57/barril em 6 de março de 2002, mostrando elevação de 9,7% no período.

No mercado futuro, as cotações do tipo *Brent* mostraram-se praticamente constantes para vários prazos de entrega, negociados em mesma data. O patamar de preços tem se elevado no trimestre, sendo de US\$19,50 em janeiro, US\$21,20 em fevereiro e US\$22,50 em 6 de março.

4.7 – Conclusão

Embora o desempenho da economia mundial em 2001 tenha sido fraco, é importante salientar que, a despeito das adversidades, não se observou queda na atividade econômica na intensidade inicialmente preconizada, principalmente após os atentados terroristas de 11 de setembro nos Estados Unidos. No entanto, o clima recessivo mundial se traduziu em contração do comércio internacional, redução do fluxo de investimento para os países emergentes como um todo e aumento da incerteza, fatores que podem afetar de forma mais duradoura a demanda agregada global.

Todavia, a reação coordenada das principais economias mundiais, em termos de políticas monetária e fiscal expansionistas, mostra seus efeitos nos primeiros meses de 2002, possivelmente determinando uma recessão de curta duração. Dado o elevado grau de interdependência econômica e financeira existente entre os países, espera-se que os resultados favoráveis que começam a surgir nas principais economias tenham impactos positivos nos demais países, que deverão ocorrer em tempo e intensidade diferenciados, segundo fatores de natureza local.

A recuperação econômica mundial, que se anunciava limitada e cujos impactos só seriam sentidos a partir do segundo ou terceiro trimestres, pode ser mais célere e forte que o antecipado se persistirem os bons resultados apresentados até agora. Nesse sentido, o resultado do PIB do quarto trimestre de 2001 nos Estados Unidos, crescimento de 1,4%,

superou as perspectivas de variação negativa. Somado à manutenção de política monetária cautelosa e de expansionismo fiscal sem estímulos inflacionários, podem resultar em crescimento acima do esperado neste ano, melhorando as perspectivas de liquidez mundial. Para o presente ano, é provável que se observe desempenho mais favorável nos mercados internacionais de capitais, na ausência ou limitação dos fatores restritivos de 2001.

Por outro lado, as crises financeiras parecem equacionadas, no caso da Turquia, ou com potencial de contágio ainda mais limitado, caso da Argentina. Evidentemente, a demora em conseguir uma solução sustentada e definitiva para a situação econômica da Argentina, a necessidade de reestruturar seu sistema financeiro, a manutenção da moratória dos pagamentos aos investidores e a falta de acordo com organismos internacionais permanecem como fontes de incerteza e de risco para os investidores.

A volta do crescimento econômico mundial depende da verificação de um conjunto crucial de hipóteses e, principalmente, da confirmação da tendência de recuperação econômica em diversos países. Não obstante, podem ocorrer eventos adversos como o aumento dos preços do petróleo, cujo preço do barril tipo *Brent* já atinge patamares superiores a US\$22 por barril, por conta de cortes na produção de países produtores, cuja escalada pode ter continuidade caso haja agravamento dos conflitos no Oriente Médio e maior demanda decorrente da retomada da atividade econômica mundial.

5 – Setor externo

O comportamento dos principais itens do balanço de pagamentos no início desse ano assemelhou-se ao verificado ao longo do último trimestre de 2001. As importações de bens e serviços vêm se acomodando ao patamar mais elevado da taxa de câmbio. Adicionalmente, a tendência de melhora nos resultados em transações correntes não evidencia apenas a reversão da trajetória deficitária da balança comercial, mas também a contração de despesas em importantes itens de serviços, como viagens internacionais.

Os fluxos de capitais externos ao Brasil reduziram-se nos últimos meses, refletindo as restrições impostas pelo cenário internacional desfavorável. Assinale-se, entretanto, que os ingressos têm sido mais do que suficientes para financiar os déficits em transações correntes, que persistem em continuada desaceleração.

5.1 – Comércio de bens

Balança comercial - FOB

Período	Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões	
				Corrente de comércio	
Jan-fev ^{1/} 2002	7 630	7 196	434	14 826	
2001	8 621	9 022	- 401	17 642	
Var. %	-11,5	-20,2			-16,0

Fonte: MDIC/Secex

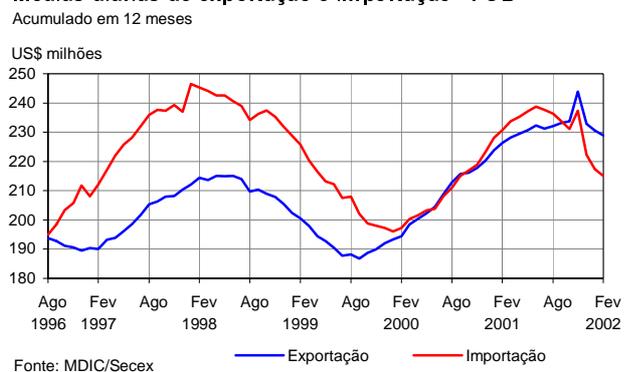
1/ Nos dois anos observaram-se quarenta dias úteis no bimestre.

O comércio externo brasileiro apresentou superávit de US\$434 milhões nos dois primeiros meses do ano, mantendo a série de resultados positivos mensais iniciada em abril de 2001. Esse desempenho deveu-se às reduções de 20,2% nas importações, que somaram US\$7,2 bilhões, e de 11,5% nas exportações, que atingiram US\$7,6 bilhões, relativamente às de igual período de 2001. A redução na corrente de comércio totalizou 16%, e a relação corrente de comércio/PIB contraiu de 22,3%, em 2001, para 17,9% em 2002.

Balança comercial - média móvel 3 meses



Médias diárias de exportação e importação - FOB



Exportação por fator agregado - FOB

Janeiro-fevereiro^{1/}

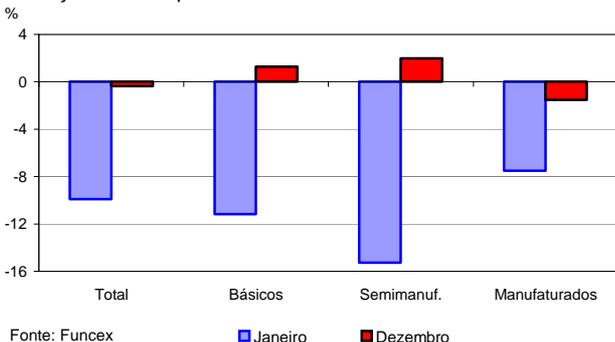
Discriminação	US\$ milhões		
	Acumulado 2001	2002	Var. %
Total	8 621	7 630	- 11,5
Básicos	1 851	1 685	- 9,0
Industrializados	6 345	5 470	- 13,8
Semimanufaturados	1 451	1 210	- 16,6
Manufaturados	4 894	4 260	- 12,9
Operações especiais	424	475	11,9

Fonte: MDIC/Secex

1/ Nos dois anos observaram-se quarenta dias úteis no bimestre.

Exportações - índices de preço - janeiro 2002

Varição sobre o período assinalado de 2001



Fonte: Funcex

A redução nas exportações ocorreu com maior intensidade na categoria de produtos industrializados, 13,8%, comparativamente a 9% na de básicos. Essa evolução está associada à retração do nível da atividade da economia mundial, que afeta principalmente as manufaturas e as matérias-primas, classificadas tanto em básicos quanto em semimanufaturados.

Dados disponíveis para janeiro apontam queda de 3,5% na quantidade e de 11,2% nos preços dos produtos básicos, relativamente a janeiro de 2001. Apesar desse resultado, alguns produtos apresentaram bom desempenho no bimestre, dentre eles, carnes, em especial de frango e bovina, e insumos para produção de ração animal, com destaque para milho em grãos, cujo valor mais que triplicou. Esses itens proporcionaram aumento de US\$134 milhões nas receitas de exportação no bimestre. Por outro lado, as vendas externas de minérios de ferro, de farelo de soja, de café cru e de petróleo geraram queda de US\$272 milhões nas receitas.

As exportações de produtos semimanufaturados alcançaram US\$1,2 bilhão em janeiro, apresentando a maior redução no valor exportado, 16,6%, principalmente em decorrência da queda nos preços e, para alguns importantes produtos, redução na quantidade. A variação do índice de preços dos semimanufaturados registrou retração de 14,7%, e a relativa ao índice de *quantum*, de 10,1%, ante igual período de 2001.

Dentre os principais produtos, apenas os semimanufaturados de ferro ou aços proporcionaram ganho de receita, de US\$18 milhões, em razão do crescimento na quantidade

Exportação por fator agregado - FOBPrincipais produtos - janeiro a fevereiro^{1/}

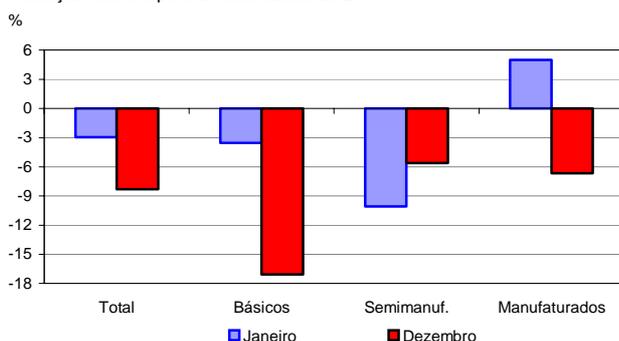
Discriminação	US\$ milhões		
	2001	2002	Variação percentual
Total	8 621	7 630	-11,5
Básicos	1 851	1 685	-9,0
Minérios de ferro	506	418	-17,3
Farelo de soja	316	226	-28,5
Carne de frango, inclusive miúdos	172	199	15,4
Café cru em grão	174	144	-17,3
Carne bovina "in natura"	69	118	71,9
Óleos brutos de petróleo	152	88	-42,1
Milho em grãos	22	79	267,1
Demais básicos	441	412	-6,5
Semimanufaturados	1 451	1 210	-16,6
Semimanufaturados, de ferro ou aços	197	215	9,0
Celulose	313	177	-43,4
Couros e peles	141	132	-6,6
Açúcar de cana em bruto	225	131	-42,0
Alumínio em bruto	136	106	-22,3
Demais semimanufaturados	440	450	2,4
Manufaturados	4 894	4 260	-13,0
Aviões	412	348	-15,7
Calçados	275	247	-10,2
Aparelhos transm. ou receptores	231	225	-2,5
Automóveis de passageiros	243	168	-31,0
Motores para veículos automóveis	143	161	12,7
Açúcar refinado	79	146	84,8
Autopeças	148	145	-2,0
Suco de laranja congelado	142	134	-5,5
Bombas, compressores, etc.	95	90	-4,5
Laminados planos de ferro/aço	116	77	-33,7
Papel e cartão para fins gráficos	83	71	-15,1
Pneumáticos	69	69	-0,9
Móveis e suas partes	62	66	6,7
Tubos de ferro ou aços	37	63	69,3
Gasolina	83	45	-45,8
Demais manufaturados	2 675	2 205	-17,6
Operações especiais	424	475	11,9
Reexportação de aviões	105	329	213,6

Fonte: MDIC/Secex

1/ Nos dois anos observaram-se quarenta dias úteis no bimestre.

Exportações - índices de *quantum* - janeiro 2002

Variação sobre o período assinalado de 2001



exportada. Os demais, como celulose, açúcar de cana em bruto, alumínio em bruto e couros e peles apresentaram redução de receita de US\$270 milhões.

As exportações de manufaturados somaram US\$4,3 bilhões no bimestre. O declínio de 13% ante o resultado do período correspondente em 2001 esteve associado à retração da atividade econômica mundial.

Entre os produtos cujas exportações revelaram as maiores reduções absolutas, no primeiro bimestre de 2002, registre-se automóveis de passageiros, 31%, aviões, 15,7%, laminados planos de ferro e aços, 33,7%, e gasolina, 45,8%. A queda nas exportações de manufaturados foi atenuada pelo crescimento, entre outras, das exportações de açúcar refinado, 84,8%, de tubos de ferro ou aços, 69,3%, e de motores para veículos automóveis, 12,7%.

As operações especiais somaram US\$475 milhões, apresentando crescimento de 11,9%, principalmente em função da reexportação de aeronaves, que expandiu de US\$105 milhões, no primeiro bimestre de 2001, para US\$329,3 milhões em igual período de 2002.

As importações, no bimestre, foram afetadas pela contração da atividade econômica interna e pela depreciação da taxa de câmbio, relativamente aos níveis assinalados nos dois primeiros meses de 2001. Em janeiro, os índices de preço e de *quantum* registraram retração generalizada entre as categorias de uso final, quando comparados com os de janeiro de 2001. As contrações mais significativas ocorreram em bens duráveis, redução de 15,1% na quantidade, e em combustíveis e lubrificantes, 41,5% nos preços e 27,1% na quantidade.

Importação por categoria de uso final - FOBJaneiro-fevereiro^{1/}

Discriminação	Acumulado		
	2001	2002	Var. %
Total	9 021	7 196	- 20,2
Bens de capital	2 430	1 916	- 21,1
Matérias-primas	4 517	3 671	- 18,7
Bens de consumo	1 109	876	- 21,0
Duráveis	562	354	- 37,0
Não-duráveis	547	522	- 4,5
Comb. e lubrific.	965	733	- 24,1

Fonte: MDIC/Secex

1/ Nos dois anos observaram-se quarenta dias úteis no bimestre.

Importação por categoria de uso final - FOBPrincipais produtos - janeiro-fevereiro^{1/}

Discriminação	US\$ milhões		
	2001	2002	Variação percentual
Total	9 022	7 196	- 20,2
Bens de capital	2 430	1 916	- 21,2
Maquinaria industrial	691	678	- 1,8
Máq./apar. escritório, serviço científico	430	354	- 17,6
Peças para bens de capital para indústria	292	210	- 28,1
Acessórios de maquinaria industrial	157	160	2,0
Equipamento móvel de transporte	189	125	- 33,6
Demais	672	388	- 42,2
Matérias-primas e bens intermediários	4 518	3 671	- 18,7
Produtos químicos e farmacêuticos	1 253	1 175	- 6,2
Acessórios de equipamentos de transporte	667	618	- 7,5
Produtos intermediários - partes e peças	814	526	- 35,4
Produtos minerais	804	498	- 38,0
Naftas	270	85	- 68,4
Produtos alimentícios	288	286	- 0,7
Produtos agropec. não-alimentícios	361	260	- 28,0
Demais	330	308	- 6,8
Bens de consumo duráveis	562	354	- 37,0
Veículos automóveis de passageiros	223	105	- 53,0
Objetos de adorno pessoal	111	99	- 10,9
Máquinas e aparelhos de uso doméstico	83	52	- 37,8
Peças para bens de consumo duráveis	77	42	- 45,8
Móveis e outros equipamentos para casa	29	28	- 4,2
Demais	38	29	- 25,1
Não-duráveis	547	522	- 4,5
Produtos alimentícios	208	188	- 9,3
Produtos farmacêuticos	160	173	8,1
Produtos de tocador	31	28	- 6,8
Vestuário e outras confecções têxteis	26	21	- 17,6
Bebidas e tabacos	25	19	- 23,6
Demais	99	93	- 6,1
Combustíveis e lubrificantes	965	733	- 24,0
Petróleo	466	342	- 26,6
Demais	499	391	- 21,7

Fonte: MDIC/Secex

1/ Nos dois anos observaram-se quarenta dias úteis no bimestre.

As importações de bens de consumo duráveis totalizaram US\$354 milhões, apresentando a maior retração em termos relativos, 37%, reflexo do declínio nas aquisições de automóveis de passageiros, 53%, de peças para bens de consumo duráveis, 45,8%, e de máquinas e aparelhos de uso doméstico, 37,8%.

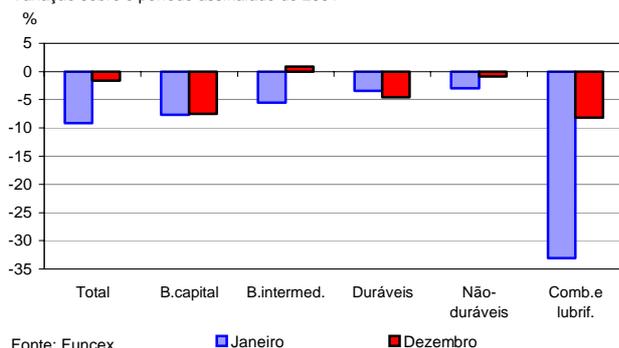
As importações de combustíveis e lubrificantes reduziram-se 24%, alcançando US\$733 milhões, sobretudo pela queda de 26,6% nas importações de petróleo, como resultado da redução nas cotações internacionais, em torno de 25%.

As importações de bens de capital alcançaram US\$1,9 bilhão, reduzindo-se 21,2%. As maiores contrações, em termos absolutos, ocorreram nas compras de peças para bens de capital para indústria, de máquinas e aparelhos de escritório e serviço científico e de equipamento móvel de transporte, que, em conjunto, totalizaram US\$221 milhões. As compras de maquinaria industrial ficaram praticamente estáveis.

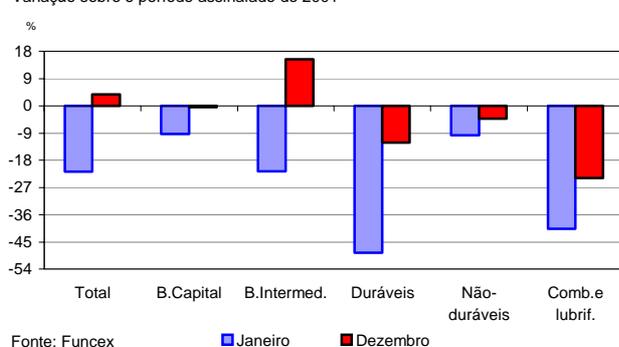
As compras de matérias-primas e produtos intermediários representaram 51% do total das importações, alcançando US\$3,7 bilhões, o que significou redução de 18,7% relativamente ao patamar registrado no primeiro bimestre de 2001. Dentre os produtos com maiores reduções absolutas encontram-se: produtos minerais, principalmente naftas, evidenciando a evolução da cotação do petróleo; partes e peças que se constituem em produtos intermediários; e produtos agropecuários não-alimentícios. As importações de produtos químicos e farmacêuticos e de acessórios de equipamentos de transporte, que se constituem nos dois itens mais importantes dentre matérias-primas e

Importações - índices de preço - janeiro 2002

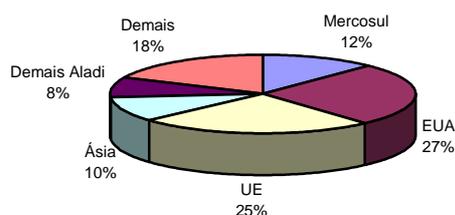
Variação sobre o período assinalado de 2001

**Importações - índices de quantum - janeiro 2002**

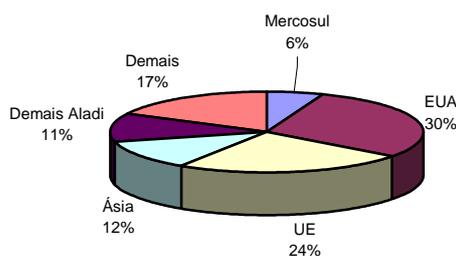
Variação sobre o período assinalado de 2001

**Exportação por área geográfica - FOB**

Janeiro-fevereiro/2001

**Exportação por área geográfica - FOB**

Janeiro-fevereiro/2002



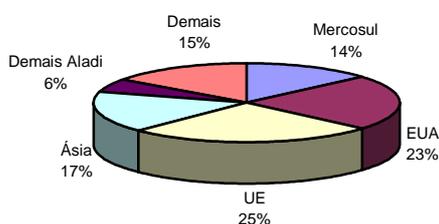
produtos intermediários, totalizaram 48,8% do total da categoria, apresentando reduções de 6,2% e 7,5%, respectivamente. Essa taxa, mais reduzida do que a relativa à categoria, sugere evolução mais favorável no ritmo de atividade nos setores químico/farmacêutico e automobilístico.

As importações de bens de consumo não-duráveis atingiram US\$522 milhões, apresentando a menor retração nas importações, 4,5%. Os dois itens mais importantes na categoria, cujas compras representaram 69,2% do total, apresentaram comportamento diverso: enquanto as importações de produtos alimentícios retraíram-se 9,3%, as relativas a produtos farmacêuticos elevaram-se 8,1%. As maiores quedas relativas ocorreram nos itens bebidas e tabacos, 23,6%, e vestuário e outras confecções têxteis, 17,6%.

No que se refere ao comércio por área geográfica, registre-se a melhora de desempenho com parcela significativa de países e blocos econômicos, ainda que associada, fundamentalmente, à redução das importações. O comércio com a Argentina constituiu-se na exceção, ocorrendo redução de 67,1% nas exportações brasileiras e de 27,5% nas importações, o que elevou o déficit comercial bilateral de US\$251 milhões, nos dois primeiros meses de 2001, para US\$511 milhões em igual período de 2002. Esse resultado foi neutralizado, em parte, pelo saldo proporcionado pelo comércio com os demais países da Associação Latino Americana de Integração (Aladi), em especial México, país com o qual o superávit brasileiro expandiu de US\$97 milhões para US\$167 milhões, no período.

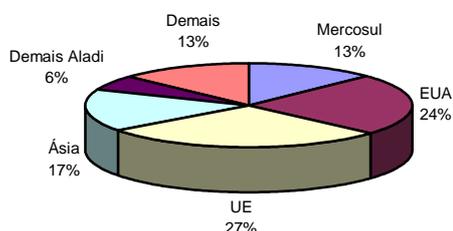
As exportações para os EUA apresentaram crescimento de 0,2%, alcançando US\$2,3 bilhões,

Importação por área geográfica - FOB Janeiro-fevereiro/2001



Fonte: MDIC

Importação por área geográfica - FOB Janeiro-fevereiro/2002



Fonte: MDIC

resultado significativo se considerada a retração econômica naquele país. A queda de 16,5% nas importações, que somaram US\$1,7 bilhão, possibilitou a elevação do superávit brasileiro de US\$186 milhões, no primeiro bimestre de 2001, para US\$529 milhões no período correspondente desse ano.

As relações comerciais com a União Européia, por outro lado, proporcionaram aumento de US\$10 milhões no déficit, como decorrência da redução de 16,2% nas exportações, que alcançaram US\$1,8 bilhão, e de 14,5% nas importações, que somaram US\$2 bilhões.

5.2 – Serviços e rendas

Os serviços e rendas somaram saídas líquidas de US\$2,9 bilhões nos dois primeiros meses de 2002, declínio de 25,4% em relação às registradas no mesmo período do ano anterior. Essa tendência já era observada no último trimestre de 2001, quando as saídas contraíram 5,2% em relação ao patamar do mesmo período do ano anterior, explicitando retração de despesas com serviços mais acentuada do que o aumento de remessas líquidas de rendas.

As despesas líquidas com serviços atingiram US\$599 milhões no primeiro bimestre de 2002, comparativamente a US\$1,2 bilhão em igual período de 2001. As despesas líquidas com transportes diminuíram 24,5%, para US\$328 milhões, devido a menores despesas com fretes e à retração de gastos com passagens aéreas internacionais. Os gastos líquidos com viagens internacionais declinaram 54,5%, resultado da queda de US\$185 milhões nos gastos de brasileiros com viagens ao exterior. Observou-se, em demais serviços, redução de 20,4% em despesas líquidas com *royalties* e licenças, que somaram US\$168 milhões, e aumento de US\$99 milhões em receitas de serviços técnicos especializados, para US\$386 milhões.

Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2000		2001		2002	
	IV Tri	Jan-Fev	IV tri	Ano	Jan-Fev	Ano ^{1/}
Transações corr.	-9,0	-4,1	-5,8	-23,2	-2,2	-20,8
Balança comerc.	-1,4	-0,4	1,4	2,6	0,4	5,0
Exportações	13,7	8,6	13,8	58,2	7,6	60,0
Importações	15,1	9,0	12,5	55,6	7,2	55,0
Serviços	-2,5	-1,2	-1,7	-7,7	-0,6	-7,9
Transportes	-0,9	-0,4	-0,6	-3,0	-0,3	-3,2
Viagens internac.	-0,6	-0,3	-0,2	-1,5	-0,1	-1,1
Comput. e inform.	-0,3	-0,2	-0,3	-1,1	-0,2	-1,2
Aluguel de equip.	-0,5	-0,3	-0,3	-1,9	-0,3	-2,7
Demais	-0,2	0,0	-0,2	-0,4	0,3	0,3
Rendas	-5,5	-2,7	-5,9	-19,7	-2,3	-19,5
Juros	-4,7	-2,0	-4,4	-14,9	-2,1	-14,8
Lucros e divid.	-0,8	-0,7	-1,5	-5,0	-0,2	-4,6
Salários e orden.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Transf. correntes	0,4	0,2	0,5	1,6	0,2	1,6

1/ Projeção.

No quarto trimestre de 2001, as despesas líquidas com serviços alcançaram US\$1,7 bilhão, queda de 30,4% em comparação com as efetuadas no período correspondente do ano anterior. As quedas se concentraram em despesas líquidas com transportes, 27,7%, e viagens internacionais, 61%. Adicionalmente, as despesas líquidas com aluguel de equipamentos registraram redução de US\$204 milhões, vinculada à expansão de US\$200 milhões nas receitas.

As remessas líquidas de renda para o exterior somaram US\$2,3 bilhões no primeiro bimestre de 2002, declínio de US\$409 milhões ante o total de igual período do ano precedente. As remessas líquidas de renda de investimento direto diminuíram 63,6%, para US\$249 milhões, com retrações de

67,3% em remessas líquidas de lucros e dividendos e de 50,5% em pagamentos líquidos de juros de empréstimos intercompanhias, que somaram US\$174 milhões e US\$75 milhões, respectivamente. As remessas líquidas de rendas de outros investimentos diminuíram US\$276 milhões, enquanto as relativas a investimentos em carteira cresceram US\$286 milhões, dos quais US\$222 milhões relativos à primeira remuneração de bônus da República colocados em 2001. Em contrapartida, as operações de nacionalização de dívida em 2001, US\$3,3 bilhões, implicaram a redução de aproximadamente US\$120 milhões de pagamentos de juros de bônus que serão pagos ao longo de 2002.

5.3 – Conta financeira

A conta financeira registrou ingresso líquido de US\$2,3 bilhões em janeiro e fevereiro, com ingressos de US\$2,3 bilhões em investimentos estrangeiros diretos líquidos e pagamentos líquidos de US\$1,9 bilhão de outros investimentos estrangeiros no país. Destacaram-se os ingressos líquidos de US\$830 milhões em investimentos estrangeiros em carteira, que haviam registrado saídas líquidas nos três últimos meses de 2001, de US\$1,1 bilhão, em média.

Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2000		2001		2002	
	IV Tri	Jan-Fev	IV Tri	Ano	Jan-Fev	Ano ^{1/}
Conta financ.	8,5	5,9	2,8	26,9	2,3	18,3
Invest. diretos	9,6	2,6	7,8	24,9	2,0	16,6
Brasil. no ext.	-0,6	-0,1	0,4	2,3	-0,4	-1,4
Estr. no país	10,1	2,6	7,4	22,6	2,3	18,0
Particip.	9,1	2,0	6,4	18,9	2,1	17,0
Intercomp.	1,0	0,6	1,0	3,7	0,2	1,0
Inv. em cart.	0,5	2,3	-3,4	0,1	0,8	3,5
Ativos	0,1	-0,3	0,0	-0,8	-0,1	-1,0
Passivos	0,3	2,6	-3,4	0,9	0,8	4,5
Derivativos	-0,1	0,0	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2
Outros invest.	-1,5	1,0	-1,5	2,4	-0,3	-1,5
Ativos	-2,5	-0,2	-0,5	-6,2	1,6	2,5
Passivos	1,0	1,2	-1,0	8,6	-1,9	-4,1

1/ Projeção.

Os investimentos estrangeiros diretos no país somaram US\$2,3 bilhões, com ingressos líquidos de US\$2,1 bilhões destinados a participação no capital de empresas brasileiras e US\$235 milhões de empréstimos intercompanhias. Assim, como se observou no último trimestre de 2001, quando os investimentos somaram US\$7,4 bilhões, esses ingressos financiaram, integralmente, o déficit em transações correntes, de US\$2,2 bilhões.

Cabe destacar o aumento na participação relativa dos investimentos estrangeiros diretos no setor industrial, de 22,3% do total, em 2000, para 34,6% em 2001. Os ramos da indústria que se destacaram foram veículos, produtos químicos e equipamentos

eletrônicos e de comunicação. Esses ramos não só têm importante papel exportador mas também contribuem para a substituição de importações de matérias-primas e produtos intermediários.

Fontes de financiamento de médio e longo prazos do BP

Itens selecionados

Discriminação	US\$ milhões			
	2001		2002	
	IV Tri	Ano	Jan-Fev	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	2 933	19 916	2 073	15 185
Bônus	500	7 549	1 250	5 000
<i>Notes e commercial papers</i>	1 648	7 350	700	4 847
Empréstimos diretos	785	5 017	123	5 337
Capitais de curto prazo (líq.)	- 536	1 123	- 629	27
<i>Taxas de rolagem</i> ^{2/}				
Bônus	27%	118%	n.a.	209%
<i>Notes e commercial papers</i>	63%	81%	55%	78%
Empréstimos diretos	70%	138%	16%	97%

1/ Projeção.

2/ Exclui conversões. Inclui exercícios de *put/call*.

Os investimentos estrangeiros em carteira no país registraram ingressos líquidos de US\$830 milhões. Esse resultado demonstra a melhora nas captações líquidas de recursos relativamente aos três últimos meses de 2001, quando ocorreram amortizações líquidas médias de US\$1,1 bilhão. Os investimentos líquidos em títulos de renda fixa somaram US\$477 milhões, com ingresso de US\$1,3 bilhão referente à colocação, em janeiro, de bônus da República, com vencimento em 2012 (*Global 12*). As amortizações líquidas de *notes e commercial papers*, US\$566 milhões, representaram queda na razão entre desembolsos e amortizações em relação aos três meses anteriores, de 63% para 55%.

Outros investimentos brasileiros no exterior somaram retornos líquidos de US\$1,6 bilhão, com desembolsos líquidos de US\$232 milhões de empréstimos ao exterior e retornos líquidos de US\$1,9 bilhão mantidos no exterior na forma de moeda e depósitos. No quarto trimestre de

Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2000		2001		2002	
	IV tri	Jan-Fev	IV tri	Ano	Jan-Fev	Ano ^{1/}
Usos	-15,8	-8,3	-15,8	-58,4	-6,2	-47,6
Trans. correntes	-9,0	-4,1	-5,8	-23,2	-2,2	-20,8
Amortiz. MLP ^{2/}	-6,8	-4,2	-10,0	-35,2	-3,9	-26,9
Papéis	-2,4	-1,3	-5,8	-19,0	-1,3	-8,6
Pagas	-2,4	-1,3	-5,8	-16,9	-9,0	-8,6
Dív.naciona.	-	0,0	-	3,1	0,0	-
Refinanc.	0,0	0,0	0,0	-2,2	0,0	0,0
Créd. fornec.	-1,4	-0,6	-0,7	-2,8	-0,4	-2,8
Emp. diretos ^{3/}	-3,0	-2,3	-3,5	-13,3	-2,3	-15,4
Fontes	15,8	8,3	15,8	58,4	6,2	47,6
Conta capital	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,1	0,1
Inv. estr. diretos	10,1	2,6	7,4	22,6	2,3	18,0
Papéis domést.	0,3	0,8	0,0	2,2	0,4	3,4
Desemb. MLP ^{4/}	7,9	5,9	6,0	32,4	3,4	26,4
Papéis	2,4	2,9	2,1	14,9	1,9	9,8
Créd. fornec.	0,6	0,4	0,7	2,6	0,3	2,7
Emp. diretos	4,9	2,6	3,2	14,9	1,1	13,9
Ativ. bras. no ext.	-2,7	-0,3	0,1	-4,2	1,4	0,3
Emp. ao Bacen	0,0	0,0	0,0	6,7	0,0	-2,4
Demais ^{5/}	1,7	1,7	-1,0	-0,3	-1,2	-0,6
Ativos de reserv.	-1,5	-2,5	3,6	-3,3	-0,1	2,4

1/ Projeção.

2/ Registra amortizações de crédito de fornecedores de médio e longo prazos, empréstimos de médio e longo prazos e papéis de médio e longo prazos colocados no exterior deduzidos de refinanciamentos e descontos. Exclui amortizações de empréstimos ao Banco Central e intercompanhias.

3/ Registra amortizações de empréstimos concedidos por bancos estrangeiros, compradores, agências e organismos.

4/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

5/ Registra valores líquidos de refinanciamentos de bônus, papéis de curto prazo, crédito comercial de curto prazo, derivativos financeiros, depósitos de não-residentes, outros passivos e erros e omissões.

2001, os investimentos resultaram em saídas líquidas de US\$511 milhões. Destacaram-se o retorno de US\$2,5 bilhões relativos à amortização de empréstimos que haviam sido concedidos à Polônia, em novembro, e a saída de US\$3 bilhões na forma de constituições de depósitos no exterior, em dezembro.

Outros investimentos estrangeiros no país registraram saídas líquidas de US\$1,9 bilhão no primeiro bimestre de 2002. O crédito comercial de fornecedores apresentou amortizações líquidas de US\$778 milhões, com pagamentos líquidos de US\$656 milhões de recursos de curto prazo e US\$122 milhões de recursos de longo prazo. O equilíbrio do fluxo dos créditos comerciais de longo prazo, conforme observado ao longo de 2001, revela a manutenção do giro de recursos dessa natureza, resultado da estagnação do patamar de importações e da manutenção do crédito ao país, por fornecedores. Os empréstimos apresentaram amortizações líquidas de US\$1,1 bilhão, com desembolsos líquidos de US\$126 milhões de organismos e pagamentos líquidos de US\$245 milhões a agências, de US\$652 milhões relativos a empréstimos diretos e de US\$372 milhões referentes a créditos comerciais de compradores. Entre outubro e dezembro de 2001, registraram-se amortizações

líquidas de US\$964 milhões, comparadas a ingressos líquidos de US\$1 bilhão em igual período do ano anterior.

A projeção para o balanço de pagamentos de 2002 foi revista, em virtude dos novos números do serviço da dívida externa, juros e amortizações, que foram atualizados com a apuração do saldo da dívida para dezembro de 2001. As alterações foram pequenas. O investimento estrangeiro direto continua como a principal fonte de financiamento do déficit em transações correntes, 86,5%. Os desembolsos de médio e longo prazos devem cobrir quase a totalidade (98%) das amortizações previstas para este ano.

5.4 – Conclusão

A balança comercial, apesar da redução das exportações nos dois primeiros meses do ano, continua superavitária, reflexo do declínio mais intenso observado nas importações. A retração da economia mundial tem impactado desfavoravelmente as vendas externas do país, movimento acentuado pelas dificuldades econômicas enfrentadas pela Argentina. Existem sinais importantes, entretanto, que sugerem a diversificação de mercados para os produtos brasileiros, elemento que contribuirá para a atenuação de impactos associados a crises isoladas de parceiros comerciais, assim como para a manutenção de patamar adequado das exportações durante o processo de recuperação da economia mundial, especialmente da economia dos Estados Unidos, principal parceiro comercial do Brasil. Esses são fatores que dinamizarão as exportações ao longo do ano.

Além da perspectiva mais dinâmica para as exportações em 2002, os resultados comerciais deverão evidenciar importações declinantes, em sintonia com o patamar mais elevado de taxa de câmbio. Adicionalmente, a depreciação da taxa de câmbio constitui-se em elemento incisivo à substituição de importações, o que deverá conter, principalmente, as compras externas de bens de consumo e de bens intermediários, mesmo em períodos em que o nível de atividades esteja elevado.

A captação de recursos tem sido suficiente para financiar os pagamentos externos e a formação de ativos no exterior, o que resulta em baixa volatilidade da taxa de câmbio.

6 – Perspectivas para a inflação

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Comitê de Política Monetária (Copom) sobre o comportamento da economia brasileira desde o último Relatório, em dezembro de 2001, assim como as perspectivas para a inflação até o fim de 2003. As projeções aqui apresentadas baseiam-se no pressuposto de que, no horizonte de previsão, a taxa básica de juros permanecerá inalterada em 18,50% ao ano, valor decidido pelo Copom em sua última reunião, nos dias 19 e 20 de março, e a taxa de câmbio permanecerá inalterada no mesmo valor da véspera da reunião. Como alternativa, apresenta-se também o leque da inflação levando em conta a trajetória futura da taxa básica de juros e da taxa de câmbio tal como esperada pelos participantes de mercado em 18 de março. É importante ressaltar que esses procedimentos são estritamente técnicos. Portanto, as hipóteses acima não devem ser vistas como previsão sobre a trajetória futura da taxa de juros.

As previsões de inflação e de crescimento do PIB divulgadas por este Relatório não são pontuais. Elas incorporam intervalos de probabilidade que explicitam o grau de incerteza presente no momento em que a decisão sobre a taxa de juros foi tomada. As previsões de inflação dependem não apenas da hipótese sobre a taxa de juros, mas também de um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das variáveis exógenas relevantes. O conjunto de hipóteses concluído como o mais provável pelo Copom compõe o cenário principal, a partir do qual as decisões sobre a taxa de juros são tomadas. Ao expô-las, por meio deste Relatório, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é o seu objetivo precípuo.

6.1 - Determinantes da inflação

O crescimento do PIB de 1,5% em 2001 (dados preliminares), apesar de estar abaixo das últimas previsões, indica que os efeitos dos choques ocorridos ao longo do ano passado sobre o nível de atividade foram menores do que se especulava no ano passado. Para 2002, os indicadores do nível de atividade revelam uma tendência de recuperação da economia brasileira. É reduzida a probabilidade de repetição dos choques na mesma magnitude ocorrida no ano passado. Ademais, à redução da taxa de juros Selic para 18,75% ao ano, seguiu-se uma queda na inclinação da estrutura a termo da taxa de juros, que passou a ser negativa em março. A diminuição desde o último Relatório de Inflação foi de aproximadamente 180 pontos base na taxa de juros de 6 meses. Esse movimento deve contribuir para o crescimento sustentado da economia em 2002.

A recuperação nas vendas e a conseqüente queda nos estoques confirmam a retomada do nível de atividade. Em janeiro, houve aumento nas vendas reais da indústria de 2,1%, em relação ao mês anterior (dados da CNI com ajuste sazonal). Observou-se redução generalizada dos estoques, segundo indicadores disponíveis, após os altos níveis registrados, principalmente, no segundo e terceiro trimestres de 2001. A utilização da capacidade instalada cresceu 2,3% em relação a dezembro (dados da CNI com ajuste sazonal), embora ainda permanecesse abaixo do nível verificado em janeiro de 2001.

Desde outubro de 2001, a produção industrial vem crescendo. O patamar da produção industrial em janeiro é o mais elevado desde maio de 2001. Todavia, o nível de produção em janeiro ficou 1,3% abaixo do observado no mesmo período do ano anterior, quando a economia apresentava ritmo de crescimento elevado. O fim do racionamento de energia deve possibilitar uma expansão da oferta agregada e, por conseguinte, contribuir para o reaquecimento da economia. Uma evidência nesse sentido foi o crescimento de 5,6% em janeiro em relação ao mês anterior (dados com ajuste sazonal) dos setores de alta intensidade de gasto com energia elétrica, contra um crescimento médio da indústria de 1,3% no período.

A retomada da economia dependerá da recuperação da demanda agregada. No entanto, alguns fatores podem limitar essa recuperação: o crescimento lento do crédito e a contração na massa salarial real ocorrida no ano passado. As operações de crédito do sistema financeiro ao setor privado totalizaram R\$ 324 milhões em janeiro, cerca de 27% do PIB, e caíram 0,2% em relação a dezembro na série dessazonalizada. Comparando com janeiro de 2001, o total de empréstimos ao setor privado cresceu 5,7% em termos nominais, abaixo da inflação do período. Também não se observa crescimento significativo de empréstimos com recursos livres. O estoque dessas operações totalizou R\$ 195,8 bilhões em janeiro, com crescimento mensal de 1,6%. Esse crescimento, entretanto, apenas compensou parcialmente a redução de 3,3% ocorrida no último bimestre de 2001. A massa salarial real manteve-se praticamente estável entre novembro e dezembro (dados dessazonalizados), mas a média anual vem caindo continuamente desde março de 2001. Em 2001, a média da massa salarial real ficou 3% abaixo da média observada em 2000. Essa conjuntura, se, por um lado, pode retardar o processo de crescimento, por outro lado, mostra que não deve haver pressões de demanda ao longo do ano.

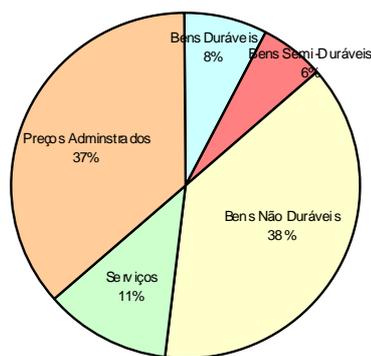
Em relação ao setor externo, espera-se uma melhora nas exportações brasileiras à medida que se consolide a recuperação da demanda global em geral e, em particular, a retomada do crescimento nos Estados Unidos. Já existem sinais claros da retomada da economia americana, que são evidenciados pelo crescimento do PIB no último trimestre de 2001, assim como pela queda na taxa de desemprego em janeiro e fevereiro e pelo aumento das encomendas à indústria.

Por outro lado, espera-se uma redução das exportações brasileiras para a Argentina, que pode reduzir o superávit da balança comercial. Essa redução pode, no entanto, ser amenizada pelo redirecionamento das exportações para outros mercados. Estatísticas recentes de comércio indicam que esse processo já está em curso. As exportações brasileiras para o México e China têm apresentado crescimento.

A expectativa de uma boa safra em 2002 deve ter efeito de baixa sobre o preço dos alimentos. Na ausência de condições climáticas adversas, os preços de alimentos não deverão exercer pressão sobre os índices de preços ao consumidor, ao contrário do verificado no ano

passado. Em 2001, ocorreu quebra de safra de alguns produtos, como feijão e trigo, e elevação do preço dos bens comercializáveis em decorrência da depreciação cambial.

Contribuição por categoria na variação do IPCA Mar 2001 a Fev 2002

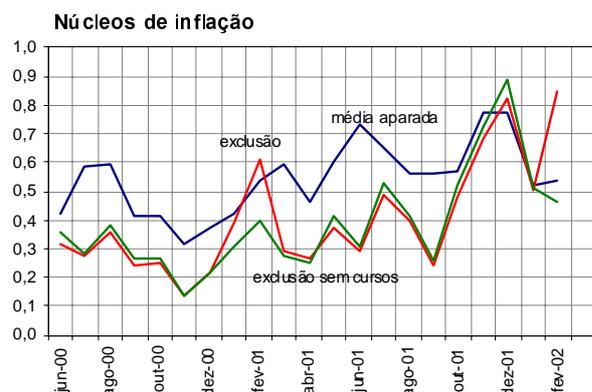


Em relação aos preços administrados por contrato e monitorados, que representam cerca de 30% do IPCA, projeta-se para este ano uma inflação de aproximadamente 4 pontos percentuais abaixo dos 10,4% observados em 2001. Tal redução é explicada sobretudo pela trajetória declinante esperada para os índices gerais de preço (IGPs) para 2002 - que servem de base para o reajuste de tarifas elétricas e de telefones -, pela queda no preço da gasolina e pela apreciação do real verificada desde o último trimestre de 2001. Em 12 meses, encerrados em

fevereiro, esses preços contribuíram com 37% para a variação do IPCA.

O aumento do preço da energia elétrica no primeiro trimestre de 2002 incorpora dois reajustes extraordinários. O primeiro, já ocorrido em dezembro, mas com impacto parcial na inflação de janeiro, foi referente à compensação das perdas das concessionárias decorrentes do racionamento; o segundo reajuste extraordinário ocorreu em março e diz respeito à contratação de energia térmica emergencial. Tais reajustes devem fazer com que a variação da tarifa de energia elétrica residencial captada pelo IPCA seja de 6,8% no primeiro trimestre do ano. Apesar disso, espera-se um reajuste acumulado ao final do ano menor do que o ocorrido em 2001, supondo-se, daqui para frente, uma trajetória declinante para os reajustes tarifários devido à apreciação do câmbio no final de 2001 e à trajetória esperada para o IGP-M.

Com a liberação do mercado de combustíveis, os preços ao consumidor passaram a ser determinados basicamente pelo preço internacional do petróleo e de seus derivados e pela taxa de câmbio. A queda de 14,5% nos preços da gasolina verificada nos dois primeiros meses deste ano tende a ser parcialmente revertida pelos aumentos anunciados pela Petrobras neste primeiro trimestre e pelo aumento no preço do petróleo no mercado internacional. Apesar disso, os mercados futuros projetam relativa estabilidade nos preços do petróleo e derivados para o restante do ano.



Os núcleos de inflação calculados pelo método de média aparadas e pelo método de exclusão apresentaram resultados bastante díspares em fevereiro, diferentemente do que vinha ocorrendo desde outubro. Enquanto o núcleo por médias aparadas mostrou certa estabilidade (0,54% em fevereiro, contra 0,52% em janeiro), o núcleo por exclusão, onde são eliminados os preços administrados e alimentação no domicílio, passou de 0,50% para 0,83%. Tal resultado é explicado pela variação nos itens que compõem o grupo educação, principalmente o item "cursos", que apresenta um comportamento sazonal devido à renovação dos contratos no início do ano letivo. Retirando-se do núcleo de exclusão o item "cursos" (peso de 3,96% em fevereiro de 2002), a inflação do núcleo de fevereiro declina para 0,47%.

6.2 - Cenário principal: pressupostos e riscos associados

As projeções com as quais o Copom trabalha baseiam-se em um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis econômicas. Esse conjunto de hipóteses e os respectivos riscos associados compõem o cenário principal a partir do qual o Copom toma decisões de política monetária.

Os principais focos de incerteza em relação às perspectivas para a taxa de inflação nos próximos dois anos referem-se ao comportamento dos preços administrados por contrato e monitorados, à evolução da economia mundial e à superação dos efeitos dos choques de 2001 sobre a economia. Em relação ao último Relatório, a inflação prevista para os preços administrados por contrato e monitorados aumentou 1,3 p.p. e 1,4 p.p. para 2002 e 2003, respectivamente. Contribuem para essa revisão, para 2002, uma menor queda no preço de gasolina e óleo diesel e um maior aumento do gás de cozinha. Para 2003, supõe-se que uma maior proporção de preços administrados será reajustada com base em hipóteses específicas e não com base na inflação dos

preços livres. As perspectivas para a economia mundial melhoraram desde dezembro. A probabilidade de a economia norte-americana sair da recessão já no primeiro semestre deste ano aumentou. Nestes últimos meses, desde a depreciação do peso argentino, o contágio da crise argentina sobre o Brasil tem sido limitado. Em relação à inclinação da estrutura a termo da taxa de juros, a queda de cerca de 180 p.b. na taxa de juros de 180 dias observada desde o último Relatório é outro fator importante para a recuperação da economia brasileira. Conforme mencionado no item 6.1, essa recuperação tem sido lenta e sem pressões inflacionárias advindas de aquecimento na demanda agregada.

Para o conjunto dos preços administrados, com peso de 30,5% no IPCA de fevereiro, prevê-se uma inflação de 6,8% e de 4,5% em 2002 e 2003, respectivamente. No atual cenário básico, supõe-se que os reajustes de eletricidade, telefonia e derivados de petróleo, IPTU, água e esgoto, transportes, planos de saúde e correios são obtidos a partir de hipóteses específicas. Em média, a inflação desses itens será de 5,6% em 2003. Os preços administrados por contrato e monitorados devem contribuir com 2,1 p.p. e 1,4 p.p. para o IPCA desses dois anos.

Com a liberação do preço de petróleo e derivados, as projeções de seus preços passaram a ter como base os seguintes parâmetros: a evolução da taxa de câmbio; o preço spot da gasolina nos Estados Unidos (Energy Information Administration) e do barril de petróleo do tipo Brent negociado no mercado futuro da International Petroleum Exchange (IPE), para os reajustes de gasolina e óleo diesel; e o preço spot do gás propano nos Estados Unidos (Energy Information Administration) e os preços futuros de gás propano negociados na New York Mercantile Exchange (NYMEX), para os reajustes de gás de cozinha. Levando em consideração o custo médio do barril do petróleo em torno de US\$ 23,3 até o final do ano e a manutenção do real nos patamares atuais, o preço ao consumidor da gasolina deverá subir 8,2% até o final do ano, já embutido o repasse dos últimos reajustes de 2,2% e 9,4% na refinaria, definidos pela Petrobras. Para o ano de 2002 como um todo, devido à queda já ocorrida em janeiro e fevereiro, projeta-se redução de 7,5% no preço da gasolina para o consumidor. Para o gás de cozinha, a eliminação dos subsídios e a elevação da curva futura do gás propano devem resultar em aumentos acima de 20% em 2002.

As projeções atuais supõem um aumento de 16,6% nas tarifas de energia elétrica para o consumidor em 2002, com impacto direto de 0,67 p.p. no IPCA de 2002. Esse valor incorpora os dois reajustes emergenciais ocorridos no primeiro trimestre do ano, de forma que, entre março e dezembro, as tarifas de energia elétrica devem subir ainda 11,3%. Em relação ao último Relatório, a projeção para o reajuste da energia elétrica caiu cerca de 2,3 p.p. em função de uma menor trajetória esperada para o IGP-M, da redução da taxa Selic e da valorização do câmbio, parâmetros utilizados na concessão dos reajustes. Para 2003, o reajuste deve ser de 13,0%, dos quais 4% referem-se à compensação para as distribuidoras pelas perdas ocorridas durante o período do racionamento.

Com o fim do racionamento da energia elétrica, não foram identificados outros fatores que possam restringir o crescimento da oferta agregada. No caso de produtos agropecuários, o cenário básico mantém a hipótese do último Relatório de que seus preços devam evoluir de acordo com a inflação livre nos próximos dois anos. A produção de grãos em 2002 deve estar em linha com o aumento da demanda.

O cenário principal embute uma trajetória estável para a taxa de câmbio em 2002. Em particular, a taxa de câmbio mantém-se estável em relação ao nível observado à véspera da reunião do Copom. Em função desse tratamento para o câmbio e do seu comportamento desde o início do ano, o câmbio médio do próximo trimestre deverá estar mais apreciado do que o do trimestre corrente, contribuindo para reduzir as pressões sobre a inflação em 2002.

Consistentemente com a trajetória de câmbio, o cenário básico supõe que o risco Brasil, medido pelo diferencial de remuneração entre o Global 04 e um título emitido pelo tesouro norte-americano com duração equivalente, deve declinar de uma média de 630 p.b. no primeiro trimestre de 2002 para o nível vigente ao final de março de 2002, de 550 p.b., no trimestre seguinte, mantendo-se constante a partir daí. Para a taxa Fed Funds, baseado no comportamento dos mercados futuros, prevê-se elevação gradual do patamar atual de 1,75% a.a. para 3,2% a.a. até o final de 2002, permanecendo constante a partir daí.

A projeção para o câmbio embutida no cenário básico implica que seu valor nominal deva ser aproximadamente o mesmo do valor médio

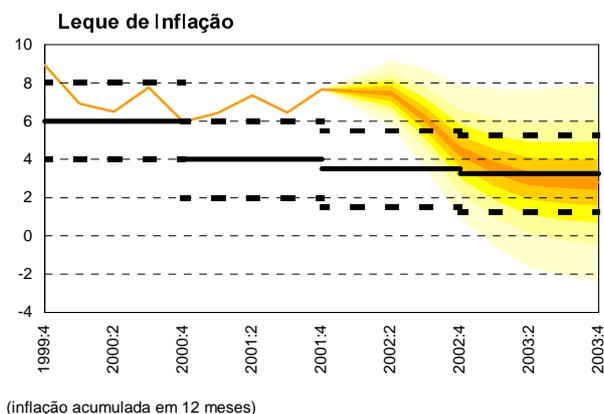
observado em 2001. A pequena valorização real prevista é consistente com a previsão de um saldo na balança comercial da ordem de US\$ 5 bilhões em 2002, mantida desde o último Relatório, e com a melhoria do cenário mundial. A maior probabilidade de a economia norte-americana sair da recessão já no primeiro semestre deste ano deve impulsionar a demanda por exportações brasileiras. A menor demanda por exportações brasileiras por parte da Argentina tende a ser compensada pelo crescimento de outros mercados, como México e China. Por fim, mesmo supondo que a taxa Fed Funds atinja 3,2% a.a. no final de 2002, ante os 2,25% a.a. incorporados no último Relatório, a normalização dos mercados financeiros internacionais deve ser mais rápida do que anteriormente previsto, facilitando novas captações.

Quanto à inclinação da curva de juros, medida pelo diferencial entre a taxa do swap de juros de seis meses e a taxa Selic, supõe-se que ela partirá do atual patamar, em torno de -0,18 p.p., declinará até atingir um mínimo de -0,7 p.p. até o terceiro trimestre deste ano e subirá gradualmente até ficar nula no final de 2003. Esses valores foram estimados a partir da estrutura a termo da taxa de juros, levando-se em consideração o prêmio de risco e as taxas a termo embutidas.

Finalmente, em relação à política fiscal, mantém-se a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário para o setor público consolidado que constam do programa econômico do governo.

6.3 - Previsão da Inflação

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 18,50% a.a.



Com base nos pressupostos e riscos associados considerados pelo Copom e utilizando o conjunto de informações disponível, foi construída a projeção da variação do IPCA em doze meses utilizando a taxa de juros constante de 18,50% a.a., definida na reunião dos dias 19 e 20 de março de 2002, e a taxa de câmbio constante no valor vigente na véspera da reunião do Copom. Apresenta-se também a projeção da inflação utilizando a trajetória esperada pelo mercado para a taxa de juros básica.

Inflação do IPCA com juros constantes de 18,5% a.a.

Ano	T	Intervalo de Confiança					Projeção Central	
		50%						
		30%			10%			
2002	1	7,2	7,3	7,5	7,6	7,7	7,9	7,5
2002	2	6,7	7,1	7,3	7,6	7,9	8,2	7,5
2002	3	5,1	5,5	5,9	6,3	6,7	7,2	6,1
2002	4	3,0	3,6	4,1	4,7	5,2	5,8	4,4
2003	1	1,9	2,6	3,2	3,9	4,5	5,3	3,6
2003	2	1,1	1,9	2,6	3,4	4,1	4,9	3,0
2003	3	0,8	1,7	2,5	3,2	4,0	4,9	2,9
2003	4	0,7	1,6	2,4	3,2	4,0	4,9	2,8

Obs.: inflação acumulada em 12 meses, em % ao ano. Os valores correspondem aos mostrados no leque de inflação com juros constantes de 18,5% a.a.

As projeções para inflação são realizadas considerando diversas especificações do modelo estrutural e o julgamento dos membros do Copom (ver Box O Processo de Decisão do Copom). Com relação à especificação do modelo, ao mesmo tempo em que se busca uma coerência na sua utilização ao longo do tempo, procura-se também aperfeiçoá-la para melhorar a capacidade preditiva do modelo. Verificou-se que, na especificação utilizada até este Relatório, a

estrutura a termo da taxa de juros apresentava uma influência relativa muito acentuada sobre o hiato do produto. Uma nova especificação que está sendo avaliada substitui tanto a taxa Selic quanto a inclinação da estrutura a termo pela taxa de juros de 180 dias, obtida da taxa do Swap Pré-DI de 180 dias, como variável explicativa do hiato do produto. Resultados preliminares indicam que o efeito da inclinação da curva sobre a economia é inferior ao que vem sendo utilizado. O Copom decidiu utilizar esta nova especificação do modelo a partir do Relatório de junho.

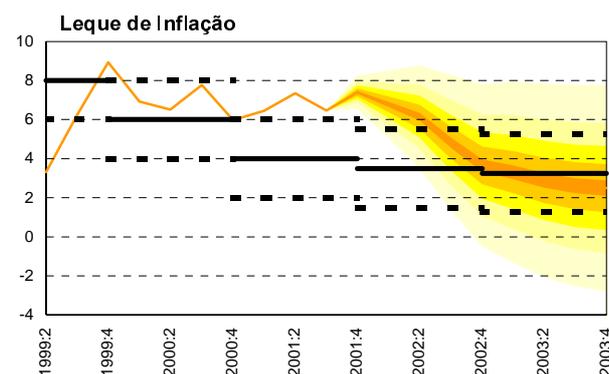
A trajetória central esperada para a inflação declina continuamente para 4,4% em 2002 e 2,8% em 2003. Note-se que as probabilidades de desvios estão distribuídas simetricamente em torno da mediana, refletindo o julgamento do Copom sobre o balanço dos riscos associados à projeção. A maior pressão inflacionária advém dos preços administrados por contrato e monitorados. A projeção é de que os preços desse grupo subam em torno de 6,8% em 2002, com contribuição de 2,1 p.p. para o IPCA. Para os preços livres, que correspondem a cerca de 70% do IPCA, projeta-se um crescimento de 3,4%, com contribuição de 2,3 p.p..

Estima-se que a contribuição para o IPCA em 2002 do efeito primário do choque de preços administrados por contrato e monitorados - o valor que excede a meta de inflação, uma vez deduzidos o impacto do repasse cambial e da inércia sobre os preços administrados por contrato e monitorados - seja de até 0,9 p.p. Por meio dos mecanismos de inércia, a inflação deste ano ainda carrega os efeitos da inflação de 2001. Calcula-se que a inércia da inflação acima da meta do ano passado tenha um impacto de 0,7 p.p. no IPCA de 2002.

Para 2003, projeta-se uma inflação de 4,5% para os preços administrados por contrato e monitorados, com uma contribuição de 1,4 p.p. para o IPCA. Para os preços livres, por sua vez, espera-se um valor menor: 2,1%, contribuindo com 1,4 p.p. do IPCA. A previsão de aumento do IPCA de 2,8% em 2003 encontra-se abaixo da meta estabelecida de 3,25%.

Comparando a projeção atual com a do Relatório de dezembro, nota-se mudança no desenho da trajetória esperada. Embora não se possa fazer uma comparação direta, pois as projeções baseiam-se tanto em hipóteses diferentes de cenário e taxa de juros, vale comentar alguns pontos.

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 19% a.a. (Relatório de Dezembro)

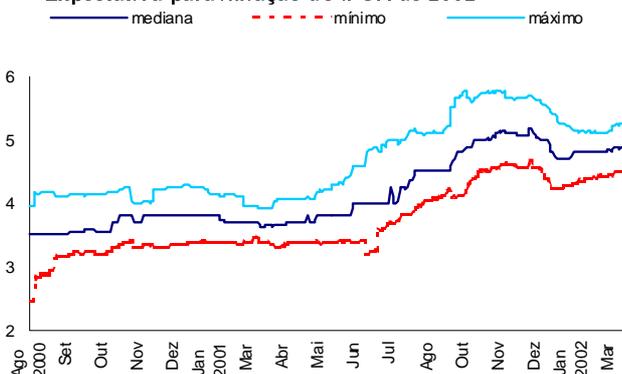


(inflação acumulada em 12 meses)

A projeção central para 2002 subiu de 3,7% para 4,4% e, para 2003, cresceu de 2,5% para 2,8% em comparação com o Relatório passado. Para 2002, a principal causa do aumento na projeção foi a inflação do grupo dos preços administrados por contrato e monitorados, que passou de uma projeção de 5,3% para 6,8%, com destaque para a revisão das projeções de aumento dos preços da gasolina e do gás de cozinha. A projeção para os preços livres teve um aumento de 3,0% para 3,4%.

Para 2003, a principal causa do aumento na projeção também foi a inflação do grupo dos preços administrados por contrato e monitorados, que passou de uma projeção de 3,1% para 4,5%. A projeção dos preços livres manteve-se praticamente estabilizada (de 2,2% passou para 2,1%).

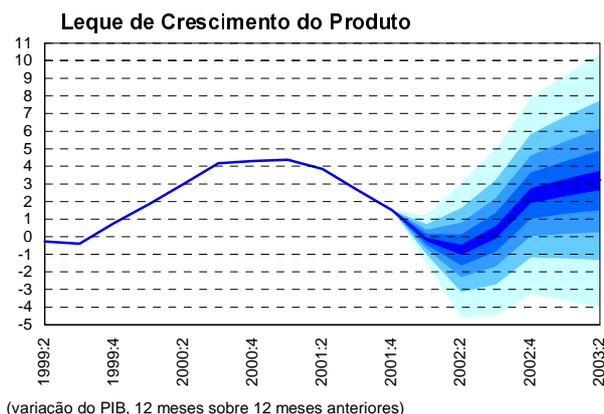
Expectativa para inflação do IPCA de 2002



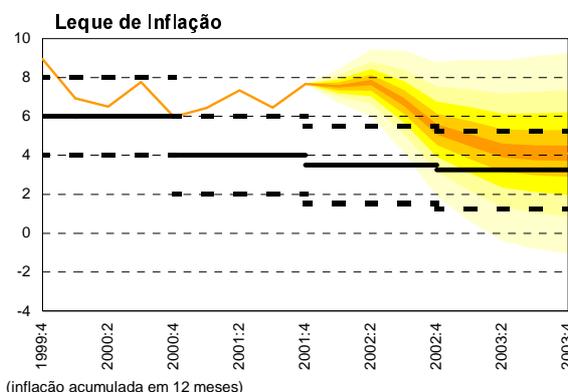
O gráfico ao lado mostra a evolução das expectativas de inflação para 2002 coletadas pelo Grupo de Comunicação Institucional do Banco Central (GCI). Em comparação ao Relatório de dezembro, elas se encontram no mesmo patamar, ao redor de 5,0%. Ao longo do trimestre, houve uma pequena redução, revertida nas últimas semanas principalmente com o anúncio do aumento do preço

da gasolina. É importante ressaltar que parte significativa da diferença entre as projeções do mercado e do Copom é explicada pela trajetória de câmbio mais depreciada utilizada pelo mercado, provavelmente embutindo um cenário externo mais conturbado. As projeções do mercado para a inflação de 2003 permanecem estáveis em 4%.

Variação do PIB com juros fixos de 18,50% a.a.



Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de juros e câmbio de mercado. 1/



1/ Grupo de Comunicação Institucional - 18/03/2002

Inflação do IPCA com expectativas de juros e câmbio de mercado 1/

Ano	T	Intervalo de Confiança						Projeção Central
		7.2	7.3	7.5	7.6	7.7	7.9	
2002	1	7.2	7.3	7.5	7.6	7.7	7.9	7.5
2002	2	7.0	7.3	7.6	7.9	8.1	8.4	7.7
2002	3	5.7	6.1	6.5	6.9	7.4	7.8	6.7
2002	4	3.9	4.5	5.1	5.6	6.2	6.8	5.3
2003	1	3.1	3.8	4.5	5.1	5.8	6.5	4.8
2003	2	2.3	3.2	3.9	4.6	5.3	6.1	4.2
2003	3	2.1	3.0	3.8	4.5	5.3	6.2	4.1
2003	4	2.0	2.9	3.7	4.5	5.3	6.2	4.1

Obs.: inflação acumulada em 12 meses, em % ao ano. Os valores correspondem aos mostrados no leque de inflação com expectativas de juros e câmbio de mercado.

1/ Grupo de Comunicação Institucional - 18/03/2002

Apresenta-se, como em Relatórios anteriores, o leque de crescimento do produto construído com base nas mesmas hipóteses utilizadas no cenário principal do Copom. Vale enfatizar que os erros de previsão associados às projeções de crescimento do PIB são consideravelmente maiores do que no caso de projeções de inflação, tanto porque envolvem as trajetórias de dois componentes não observáveis diretamente, produto potencial e hiato, quanto porque o cálculo do produto é, por definição, mais complexo e menos preciso do que o da inflação. A projeção central para o crescimento do produto em 2002 é de aproximadamente 2,5%, com a hipótese de taxa de juros constante em 18,50% a.a..

Apresenta-se também o leque da inflação levando-se em conta a trajetória esperada pelo mercado para as taxas de juros básica e de câmbio em 15 de março. Como nos dois Relatórios anteriores, utilizou-se de forma direta a mediana das expectativas do mercado captadas pela pesquisa do GCI até aquela data. A trajetória de juros esperada pelo mercado estava com inclinação negativa, começando do atual patamar e atingindo 16,50% a.a. em final de 2002 e 14% em 2003. Além da hipótese para a taxa de juros, esse leque supôs uma depreciação do real que atinge 2,55 no final de 2002 e 2,68 no final de 2003. A inflação projetada com estas hipóteses é de 5,3% ao final de 2002 e 4,1% ao final de 2003. As demais hipóteses foram mantidas como descritas no cenário básico.

O Processo de Decisão do Copom

Ao final deste trimestre, o regime de metas para inflação no Brasil completará três anos de existência. Cabe, neste momento, descrever mais uma vez o processo de decisão do Comitê de Política Monetária (Copom).

Em 1999, o Brasil adotou formalmente um regime de política monetária baseado nas metas para inflação, decisão que se seguiu à introdução do sistema de câmbio flutuante. Nesse período, devido à desvalorização cambial, a inflação registrou elevação temporária, mas logo voltou a uma trajetória declinante. A Resolução nº 2615 do CMN, de 30 de junho de 1999, definiu o IPCA, calculado pelo IBGE, como referência para as metas e estabeleceu as metas e intervalos de tolerância para 1999, 2000 e 2001. A cada ano, o CMN divulga a meta para o segundo ano à frente.

O regime de metas para inflação, ao introduzir uma âncora nominal para a política monetária e para as expectativas de inflação, permite maior transparência e identificação de responsabilidades na formulação e implementação da política monetária. Nesse regime, as decisões de política monetária devem ser tomadas com base no mais amplo conjunto de informações disponíveis. O Copom, composto pelo presidente e diretores do Banco Central – membros votantes – chefes de unidade e demais participantes – membros não votantes, reúne-se em intervalos regulares de aproximadamente um mês para analisar o comportamento e as projeções para a inflação e decidir sobre as ações de política monetária. As decisões são tomadas por maioria dos votos e anunciadas imediatamente após o término das reuniões.

Durante as reuniões, os chefes de departamento das respectivas áreas fazem apresentações sobre os seguintes tópicos da conjuntura econômica: atividade econômica, situação fiscal, monetária, creditícia e externa; fluxos cambiais e evolução das reservas internacionais; operações de mercado aberto, operações com reservas bancárias e redesconto de liquidez; e avaliação prospectiva da inflação.

Em relação à avaliação prospectiva, os participantes analisam e reavaliam os modelos de projeção levando em conta informações externas aos modelos, séries históricas, indicadores antecedentes, as trajetórias esperadas pelo setor privado de variáveis econômicas relevantes, e outras variáveis que possam afetar a trajetória da inflação.

Vários modelos foram desenvolvidos para fazer projeções da inflação, entre os quais se destacam os modelos estruturais que, com poucas equações, buscam captar inter-relações dos principais agregados da economia brasileira. A demanda agregada é representada pela equação IS, que relaciona o hiato do produto à taxa de juros. A oferta agregada é representada por uma curva de Phillips que relaciona a taxa de inflação com o hiato do produto, com as taxas de inflação passada e esperada e

com a variação da taxa de câmbio. Projeta-se também a evolução da taxa de câmbio, da estrutura a termo da taxa de juros e da inflação dos preços administrados por contrato e monitorados.

As projeções dos modelos estruturais são complementadas por um conjunto de modelos de projeção de curto prazo, dentre os quais se destacam os modelos de vetor autoregressivo não estruturais (VAR) e bayesianos (BVAR) e modelos de médias móveis (ARMA). Esses modelos têm como principais objetivos: i) gerar projeções alternativas de inflação de curto prazo; ii) estimar, a partir dos resultados, a taxa real de juros; e iii) simular choques específicos sobre componentes do IPCA.

Usam-se ainda outros modelos, como o núcleo de inflação e indicadores antecedentes, que têm como principal função identificar tendências e pontos de inflexão para o comportamento da inflação. Estima-se também a demanda por moeda, para avaliar sua consistência em relação à trajetória projetada da taxa de juros.

É importante ressaltar que os resultados obtidos pelos modelos são combinados com o julgamento dos membros do Copom. Essa avaliação qualitativa possibilita a ampliação do universo de análise, permitindo incorporar elementos do cenário econômico que não são abrangidos diretamente pelos modelos. Entre esses elementos, incluem-se julgamentos subjetivos a respeito do impacto do mercado internacional e da liquidez da economia sobre a inflação. Todos esses instrumentos têm papel importante nas decisões de política monetária. Esse processo é complementado pela comunicação organizada e criteriosa das decisões e suas justificativas por meio das atas das reuniões – que transmitem a síntese das reuniões em no máximo oito dias –, dos relatórios trimestrais de inflação, das notas para imprensa e das comunicações eventuais dos membros do Copom. A eficácia da comunicação é essencial para que a sociedade conheça o funcionamento da política monetária e entenda as decisões do Copom.

Anexos

Notas da 66ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 18 e 19/12/2001

Local: Sala de reuniões do 8º andar (no dia 18) e 20º andar (no dia 19) do Edifício-Sede do Banco Central - Brasília - DF

Horário de início: 16:26 h dia 18 e 17:00 h dia 19

Horário de término: 20:23 h dia 18 e 21:08 h dia 19

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Arminio Fraga Neto - Presidente

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Edison Bernardes dos Santos

Ilan Goldfajn

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 18)

Altamir Lopes - Departamento Econômico (DEPEC)

Felipe de Castro Ribeiro - Departamento de Operações das Reservas Internacionais (DEPIN)

Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP)

José Antonio Marciano - Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (DEBAN)

Sérgio Goldenstein - Departamento de Operações do Mercado Aberto (DEMAB)

Demais participantes (todos presentes no dia 18)

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva - Consultor da Diretoria

Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria

João Borges - Assessor de Imprensa (ASIMP)

Fábيا Aparecida de Carvalho - Coordenadora do Grupo de Comunicação Institucional

A Diretoria Colegiada analisou a evolução recente e as perspectivas da economia brasileira e da economia internacional no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo Governo para a inflação.

Atividade econômica

O comportamento recente de indicadores econômicos tem mostrado progressiva superação dos diversos choques que afetaram a economia do país ao longo do ano. O nível de atividade econômica apresenta esgotamento do processo de desaceleração, vigente desde abril, e delinea-se a perspectiva de recuperação gradual nos próximos meses. Paralelamente, a balança comercial seguiu exibindo superávit, a exemplo do observado ao longo do ano, reforçando o ajuste das contas externas. Pelo lado fiscal, os resultados mantiveram-se favoráveis, superando as metas acordadas com o Fundo Monetário Internacional (FMI).

No comércio varejista, resultados preliminares de novembro confirmaram a tendência de recuperação do consumo observada desde agosto. O faturamento real do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo aumentou 1,8%, segundo dados da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP), dessazonalizados pelo Departamento Econômico do Banco Central (Depec), refletindo maiores vendas de bens de consumo duráveis e não-duráveis. No acumulado do ano, até novembro, o faturamento real acusou queda de 4,8%.

A recuperação do consumo tende a prosseguir, segundo resultados recentes de pesquisas sobre expectativas do consumidor. O Índice de Intenção dos Consumidores (IIC), também apurado pela FCESP, elevou-se, em dezembro, pelo terceiro mês consecutivo, crescendo 3,5% em relação ao mês anterior. Esse resultado decorreu da melhora nos dois componentes desse indicador, intenções atuais e futuras de consumo, refletindo a percepção positiva do consumidor quanto aos desdobramentos que se seguiram aos choques internos e externos. O Índice Nacional de Expectativas do Consumidor - INEC - levantado trimestralmente pela Confederação Nacional da Indústria apresentou comportamento semelhante, mostrando recuperação ao longo do segundo semestre ao registrar índices de 91,1 em junho, 93,2 em setembro e 94 em novembro.

Apesar do cenário favorável no comércio varejista, a inadimplência mostrou alta expressiva no último mês. A taxa líquida de inadimplência, medida pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP), passou de 6,2% em outubro para 8,4% em novembro. Segundo a ACSP, as principais razões desse comportamento foram a elevação do desemprego e a queda do rendimento médio real. No entanto, a expectativa da ACSP é de que a taxa decline em dezembro, como ocorre sazonalmente, voltando para patamar de 6%, haja vista o recebimento do 13º salário e o comportamento dos consumidores, típico dessa época, de recuperar o crédito para as compras de final de ano. Também a proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos no total de cheques compensados elevou-se em novembro, passando para 5,2%, ante 5,1%, no mês anterior. No âmbito das operações de crédito do sistema financeiro, a relação entre o saldo em atraso até noventa dias e o saldo da carteira atingiu 5,2% em novembro. Considerada apenas as operações com pessoas físicas, essa relação sofreu pequeno acréscimo, registrando 6,9% ante 6,8% em outubro.

O investimento é outro componente da demanda que tem apresentado desempenho favorável. Indicadores seguiram mostrando, nos últimos meses, expansão da capacidade produtiva em todos os setores da economia e adaptação à crise energética. A composição da taxa de crescimento da produção de bens de capital mostrou predominância dos equipamentos voltados à energia elétrica, ao setor de construção e à atividade agrícola. A demanda por equipamentos geradores de energia elétrica deverá diminuir nos próximos meses, devido à redução das metas do racionamento. Contudo, a expectativa de elevação das tarifas de energia elétrica deverá atenuar esse movimento ao estimular a busca de auto-suficiência energética pelas indústrias. A produção de equipamentos agrícolas tem acompanhado nos últimos anos a expansão continuada da safra de grãos bem como de outros produtos da lavoura, tendência que deverá continuar em 2002. Quanto à construção civil, a defasagem existente entre o crescimento da produção de equipamentos destinados ao setor e o desempenho modesto observado nos últimos anos sinaliza condições favoráveis para a retomada futura.

Em relação ao setor fabril, a análise dos indicadores da produção nos últimos meses evidencia que os efeitos negativos da restrição de oferta de energia elétrica foram absorvidos. A contração mensal de 1,9% na produção de outubro, dados dessazonalizados, resultou, em grande parte, da paralisação dos petroleiros, com impactos na extração mineral e na produção da indústria química. Descontados esses efeitos, a variação da produção industrial em outubro ainda é negativa, mas próxima a zero, compatível com o cenário de acomodação da atividade industrial, que se delineia desde agosto. Observe-se que, apesar do resultado desfavorável no mês, doze dos 21 gêneros industriais pesquisados apresentaram acréscimo da produção. No acumulado do ano os resultados permaneceram positivos, com elevação de 2,5%, ante os primeiros dez meses de 2000.

Em novembro, a indústria automotiva registrou a produção de 153,5 mil veículos o mês, com expansão de 8,5% no acumulado do ano. Retirando as influências sazonais, o crescimento mensal situou-se em 12,6%. As vendas atingiram 148,1 mil veículos, crescendo 13,2% no período, após dessazonalização da série. A produção de máquinas e equipamentos agrícolas cresceu pelo terceiro mês consecutivo assinalando alta de 1,6%. No ano, houve acréscimo de 25,1%, resultado que sugere continuidade da elevação da produtividade agrícola para a próxima safra, em fase de plantio.

O nível de utilização da capacidade instalada, que havia declinado de forma acentuada nos meses em que a restrição da oferta de energia foi mais intensa, refletiu a recente acomodação da produção industrial. Até setembro, ocorreu redução da intensidade de queda no uso das instalações industriais, processo que apresentou indícios de reversão em outubro, de acordo com estatísticas da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) e da Confederação Nacional da Indústria (CNI) que registraram nível de utilização da capacidade instalada de 79,4% e 79,6%, respectivamente, em dados dessazonalizados.

A constatação do menor impacto dos choques internos e externos sobre a atividade fabril, a perspectiva de esgotamento da desaceleração econômica e início de recuperação refletem-se no mercado de

trabalho. Na indústria, pesquisas revelaram número de demissões inferior ao sugerido pelas expectativas econômicas no início do racionamento e os indicadores relativos a outubro sugerem o fim desse movimento. A taxa de desemprego aberto, calculada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em seis regiões metropolitanas, atingiu 6,55% em outubro, ante 6,15%, em setembro, aumento decorrente do crescimento de 0,45% da População Economicamente Ativa (PEA), uma vez que o número de ocupados manteve-se estável. Dados do Ministério do Trabalho seguiram indicando crescimento do emprego formal em outubro, a exemplo do que se observa desde o início do ano. O número total de empregos formais em outubro correspondeu a 23.830 mil, acréscimo de 0,34% em relação ao mês anterior e 2,94% no acumulado do ano.

Quanto aos indicadores do sistema financeiro, em novembro, o estoque das operações de crédito registrou crescimento de 0,2%, alcançando R\$336,1 bilhões. Esse desempenho resultou, basicamente, da queda de 1,1% das operações contratadas com recursos livres, que representaram 58,6% do volume global, contrapondo-se ao crescimento sazonal de 2,9% nos recursos para o setor rural, bem como à expansão de 7,3% nos repasses de recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para investimentos.

A redução dos estoques de créditos com recursos livres decorreu, em grande parte, da apreciação do real no período incidindo sobre modalidades vinculadas à taxa de câmbio, concorrendo para a queda de 1,6% nos saldos das operações com pessoas jurídicas. Em relação à queda de 0,2% observada no volume de crédito contratado pelas pessoas físicas, destaca-se o menor uso do cheque especial, tendo em vista o incremento da renda das famílias proveniente do recebimento de parcela do décimo terceiro salário em novembro.

Em relação ao comércio externo, considerando-se a balança comercial até a segunda semana de dezembro registrou-se saldo de US\$129 milhões, elevando o superávit acumulado no ano para US\$1,9 bilhão. A reversão do resultado da balança comercial ao longo do ano está refletindo principalmente a redução nas importações, conseqüência da depreciação cambial e da desaceleração da atividade econômica interna, e da expansão das exportações, principalmente de produtos básicos, uma vez que as exportações de produtos manufaturados crescem em ritmo menos acelerado em decorrência da retração de importantes mercados como a Argentina e a União Européia. Destaque-se a continuidade no crescimento das vendas para os Estados Unidos, a despeito da desaceleração na economia norte-americana, e a gradual incorporação e expansão das vendas para novos mercados na Ásia, na África, na Europa Oriental e no Oriente Médio.

Assim, o déficit em transações correntes assumiu trajetória de queda, ao mesmo tempo em que os investimentos estrangeiros diretos, importante fonte de financiamento do balanço de pagamentos, atingiram, em novembro, o valor mais elevado do ano, US\$2,2 bilhões, contra média mensal de US\$1,4 bilhão no período agosto/outubro.

Finalmente, a avaliação do comportamento recente de indicadores, tanto da demanda como do setor produtivo, permite assinalar que a economia superou em grande parte os efeitos negativos relacionados às restrições no fornecimento de energia elétrica e às adversidades do cenário internacional como demonstrado pela estabilidade do Produto Interno Bruto (PIB) no terceiro trimestre do ano, ante o trimestre anterior, descontadas as influências sazonais. Destaque-se, ainda, a manutenção do dinamismo da atividade interna pela continuidade dos investimentos, pelos aumentos da renda agrícola e pela recuperação do consumo, prenunciando gradual retomada da trajetória de crescimento.

Ambiente externo

Os indicadores recentemente divulgados indicam que o cenário macroeconômico mundial é de desaceleração econômica com redução das pressões inflacionárias e baixa confiança dos agentes, a despeito dos esforços nas principais economias para adotar políticas monetária e fiscal expansionistas.

Os indicadores da economia norte-americana reforçam a tendência de desaceleração da expansão da atividade econômica, embora em ritmos distintos, quando considerados os setores da economia. No terceiro trimestre, o PIB dos Estados Unidos apresentou contração de 1,1%, refletindo declínios de 10,7% no investimento privado e 17,7% nas exportações. O consumo, que vinha sustentando o produto, expandiu-se 1,1% e os gastos do governo, 0,8%, registrando desaceleração em relação ao trimestre anterior. Do lado da oferta, verifica-se a migração de fatores produtivos da produção de bens para o setor de serviços. No mercado de trabalho, a elevação da taxa de desemprego verificada nos últimos meses está ligada à deterioração dos resultados das empresas, cujos lucros registraram forte declínio no terceiro trimestre. Espera-se que o mercado de trabalho continue se deteriorando, à medida que as empresas ajustam seus custos cortando investimentos e demitindo funcionários.

As expectativas dos agentes, captadas pelas pesquisas entre empresários (NAPM) e consumidores (*Conference Board*), também apresentaram-se distintas em novembro. O indicador de expectativas da indústria manufatureira, após redução em outubro, recuperou-se em novembro, mas persiste, pelo 16º mês consecutivo, abaixo de 50 pontos, indicando retração. O índice que mede a confiança dos consumidores contraiu 31,8 pontos de agosto a novembro, refletindo as incertezas quanto às condições econômicas no curto prazo. Esse quadro sugere que a recuperação da economia norte-americana não deverá transcorrer de forma vigorosa.

A disseminação da fragilidade econômica ajuda a manter sob controle a inflação, que apresenta indícios de desaceleração. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) elevou-se 1,9% em doze meses até novembro, ante 2,13% em outubro e 3,62% em maio. Porém, o núcleo do IPC, em novembro, elevou-se 0,37%, ante 0,16% em outubro. Os aumentos de preços registrados foram considerados normais para o período e não devem se transformar em pressões inflacionárias para os próximos meses.

O panorama econômico norte-americano ainda não apresenta sinais consistentes de recuperação da atividade econômica. As expectativas do mercado apontam para uma retomada sustentada do crescimento somente a partir do terceiro trimestre de 2002

As economias da Área do Euro continuam apresentando desaceleração no ritmo de expansão da atividade econômica, agravada pela retração da demanda externa mundial, que poderá reverter a tendência ascendente do saldo comercial regional, e pela permanência das expectativas desfavoráveis dos negócios. A desaceleração do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH), em trajetória convergente à referência anual de 2%, pode levar o Banco Central Europeu (BCE) a distender a política monetária, na tentativa de dinamizar a atividade econômica da região, uma vez que uma política fiscal expansionista esbarraria nos limites impostos ao déficit público pelos critérios de Maastricht.

No Japão, os principais indicadores de demanda e de oferta apontam para o aprofundamento da recessão. A manutenção da política monetária de taxa de juros zero, associada a medidas fiscais expansionistas, não vêm surtindo resultados positivos. A produção industrial mantém tendência de redução. Em outubro, atingiu um dos níveis mais baixos desde 1988, registrando variação no acumulado em 12 meses de -11,9%.

A desaceleração econômica sincronizada das principais economias mundiais vem se refletindo na evolução das economias emergentes. Nesse sentido, na China e na Coreia, o crescimento econômico mostra-se sustentado pela demanda interna, compensando a retração da demanda externa. A aprovação da entrada da China na Organização Mundial do Comércio (OMC), em 10 de novembro, significará a ampliação dos mercados para exportação, ao mesmo tempo em que impõe novos desafios, em razão das profundas transformações que deverão ocorrer em setores chaves da economia chinesa. Na Turquia o FMI destacou os bons resultados do esforço fiscal empreendido pelo governo e os avanços na reestruturação do setor bancário, anunciando que o órgão pretende negociar aporte adicional de US\$10 bilhões ao país, para possibilitar o cumprimento das necessidades de financiamento externo em 2001 e 2002, ampliadas a partir dos efeitos do atentado de setembro.

Na Argentina, o aprofundamento do quadro recessivo constitui um cenário de difícil solução. A deterioração das contas públicas e os diversos pacotes econômicos dos últimos meses falharam em restabelecer a confiança do mercado e pouco contribuíram para a recuperação do nível de atividade da economia. O grau de insatisfação popular foi manifestado pelos saques na capital e nas principais cidades, provocando a decretação do estado de sítio e a renúncia do ministro da Economia.

Preços

Em novembro as taxas de inflação medidas pelos principais índices de preços recuaram. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,71%, comparativamente a 0,83% em

outubro, acumulando 6,98% no ano e 7,61% em 12 meses. A menor variação mensal do IPCA decorreu, principalmente, dos menores impactos dos reajustes de combustíveis, e de cigarros, ambos ocorridos no início de outubro. O recuo da taxa não foi mais intenso devido a aumentos dos gastos de alimentação, sobretudo cereais e carnes, ao reajustes de energia elétrica nas cidades do Rio de Janeiro e de Porto Alegre, bem como ao aumento das tarifas de ônibus urbano, também na capital carioca.

O Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI) variou 0,76% em novembro, ante 1,45% em outubro, acumulando 10,18% no ano e 11,02% em 12 meses. Relativamente ao mês anterior houve aceleração na variação do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), 0,85% contra 0,71%, principalmente pelos aumentos de itens administrados no Rio de Janeiro, captado com maior intensidade do que no IPCA, além do efeito residual da elevação dos preços dos cigarros em outubro.. O arrefecimento na variação do Índice de Preços no Atacado (IPA), de 0,73% em novembro comparativamente a 1,88% em outubro, foi o principal responsável pelo comportamento do índice no mês. Os preços agrícolas com alta de 0,93% e os industriais com 0,65%, ante 1,74% e 1,94%, respectivamente, em outubro, provocaram essa desaceleração nos preços no atacado. O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) cresceu 0,74%, ante 0,93% no mês anterior.

Para os próximos meses delinham-se expectativas bastante favoráveis. Vários fatores contribuem nesse sentido como o recente comportamento da taxa de câmbio, a desaceleração observada nos preços de produtos agrícolas, como cereais e carnes bovinas, a ausência de pressões acentuadas dos preços administrados e a perspectiva de queda dos preços dos combustíveis. Assim, ainda que nos próximos meses estejam presentes pressões sazonais decorrentes dos reajustes de mensalidades escolares e aumento nos preços de gás de cozinha e da energia elétrica, deverão preponderar os fatores acima mencionados, possibilitando queda nas taxas de inflação.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

A curva de juros apresentou uma maior variabilidade desde a última reunião do Copom. Após as declarações da diretoria do Banco Central de que a meta de inflação de 2002 será perseguida com empenho e o anúncio de leilão de oferta firme de LTN de 16 meses, verificou-se uma elevação da inclinação da curva, com o *spread* entre a taxa de 1 ano e a Taxa Selic passando de 186 p.b., no dia 21 de novembro, para 418 p.b., no dia 29, data do leilão de oferta firme. A percepção de melhoria da economia doméstica, diante da valorização do real frente ao dólar, dos resultados favoráveis da balança comercial e dos anúncios de captações externas, favoreceu a reversão parcial da inclinação da curva de juros, reduzindo esse *spread* para 239 p.b., em 14 de dezembro.

Com o objetivo de desconcentrar, parcialmente, os vencimentos de NBCE que ocorrerão entre fevereiro e abril de 2002, o Banco Central realizou leilões de compra de NBCE simultaneamente a leilões de venda de NTN-D por parte do Tesouro Nacional. O impacto financeiro líquido da operação sobre o mercado foi neutro, resultado da compra de R\$ 1,1 bilhão de NBCE e da

venda de R\$ 1,1 bilhão de NTN-D de 3 anos (64% do total) e de 5 anos (36% do total). Os leilões indicaram uma demanda mais expressiva do mercado pela reversão de posições em títulos cambiais mais curtos do que pela abertura de posições em prazos mais longos.

No período, ocorreu, ainda, a rolagem de dois vencimentos de títulos cambiais. A estratégia adotada baseou-se na rolagem integral do valor do principal acrescido dos juros finais, por meio da oferta de NTN-D de 3 e de 5 anos de prazo. O montante colocado foi de R\$ 2,2 bilhões, com os títulos de três anos representando cerca de 70% do volume.

Desde o dia 27 de novembro, foram realizadas sete ofertas de LTN. O Tesouro Nacional promoveu o alongamento do prazo das emissões, colocando títulos de 16 meses. Essas LTNs foram leiloadas em três oportunidades, sendo a primeira por meio de oferta firme. As taxas médias variaram de 24,70% a 21,87%, enquanto a relação demanda/oferta oscilou entre 1,2 e 2,9. Houve, também, quatro ofertas de títulos de 6 meses. A tendência de alta verificada nas taxas médias dos dois primeiros eventos (20,41% e 20,89%) reverteu-se nos dois últimos leilões, que apresentaram taxas de 20,18% e 20,35%. A relação demanda/oferta oscilou entre 1,3 e 1,8. O volume financeiro total das colocações atingiu R\$ 8,1 bilhões, dos quais 91% referiram-se aos títulos de seis meses.

Considerando as liquidações financeiras entre 21 de novembro e 18 de dezembro, houve expansão monetária de R\$ 3,3 bilhões. Esse impacto resultou, principalmente, de resgates líquidos de LTN (R\$ 1,6 bilhão), de LFT (R\$ 0,8 bilhão) e de títulos cambiais (R\$ 1,1 bilhão).

Para um período de 20 dias úteis, o Banco Central atuou em treze oportunidades no mercado aberto para administrar a taxa de juros no curtíssimo prazo. Todas as operações foram doadoras de recursos à taxa de corte de 19,05% a.a. O volume médio das intervenções foi de R\$ 16,0 bilhões.

Em novembro, o mercado secundário registrou elevação de negociação de títulos prefixados em relação ao mês anterior, com o giro médio diário de LTN passando de R\$ 2,5 bilhões para R\$ 3,9 bilhões, devido à elevação no volume das ofertas primárias (de R\$ 5,0 bilhões em outubro para R\$ 7,6 bilhões em novembro), ao cenário econômico mais favorável e à expectativa de queda das taxas de juros no médio prazo.

A apreciação do Real de 6,6% em novembro foi o principal fator responsável pelo declínio de R\$ 10,2 bilhões (-1,6%) da dívida pública mobiliária interna e pela redução da parcela da dívida atrelada à variação cambial para 31,1%, ante 32,9% no mês anterior.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis. O cenário considerado nas simulações contempla as hipóteses listadas a seguir:

1. a taxa de inflação de novembro, medida pelo IPCA, registrou elevação de 0,71%, valor acima do esperado;
2. em relação aos derivados do petróleo, foi incorporada a hipótese de que com a abertura do mercado a partir de janeiro de 2002, os preços dos derivados do petróleo passam a ser determinados pelo mercado, flutuando de acordo com as condições de oferta e demanda do produto. As projeções para os preços da gasolina, óleo diesel e GLP para janeiro de 2002 foram calculadas aplicando-se o coeficiente de variação dos preços em reais de dezembro ante novembro de 2001 sobre os preços de realização vigentes em dezembro de 2001. Para o restante de 2002, foram consideradas as variações dos preços do mercado futuro de petróleo tipo *Brent* negociados na *International Petroleum Exchange* (IPE) para a gasolina e diesel e dos contratos futuros do gás propano negociados na *New York Mercantile Exchange* (NYMEX) para o GLP. Para o GLP, incorporou-se ainda a hipótese de eliminação dos subsídios. Assim, ao contrário do que deve ocorrer com os demais derivados, o gás de bujão deve ter aumento, que embora substancial, é mais que compensado pela redução média esperada dos preços para o consumidor do combinado da gasolina e do óleo diesel em 2002, de 16,4% no primeiro trimestre e 15,2% ao longo do ano.
3. a projeção para o reajuste das tarifas de energia elétrica para 2001 foi mantida em aproximadamente 20%. Para 2002, a previsão do reajuste foi reduzida para 19%;
4. para o conjunto ampliado de preços administrados, o reajuste de 10,7% em 2001 manteve-se praticamente inalterado em relação ao mês anterior. Para 2002, o reajuste esperado é de 5,2%;
5. projeta-se uma inclinação significativamente menor para a curva de juros doméstica, medida como a diferença entre as taxas DI a termo de 180 dias e Selic de um dia, com média de 290 pontos-base no quarto trimestre de 2001, que se reduz para 100 p.b. no segundo trimestre de 2002;
6. a trajetória para a taxa de juros dos *fed funds*, projetada com base nos vencimentos dos contratos futuros, foi alterada para refletir uma taxa média de 2,15% no quarto trimestre de 2001, que se reduz para 1,75% no primeiro trimestre de 2002 e, a partir daí, apresenta elevação moderada;
7. no cenário externo, a hipótese para a média do prêmio de risco utilizando o Bônus Global 04 incorpora uma trajetória declinante dos atuais níveis para um patamar de 700 p.b. a partir do primeiro trimestre de 2002 e posterior estabilidade.

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método de médias aparadas simétricas, elevou-se em novembro para 0,77%, ante um valor de 0,57% observado em outubro. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 7,05%. O núcleo de inflação do IPC-BR, calculado pelo método de médias aparadas simétricas, elevou-se em novembro para 0,77%. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 6,87%. O núcleo de inflação calculado por exclusão dos

preços administrados - considerando o conjunto ampliado desses itens com peso de 30,7% no IPCA em novembro - e dos alimentos no domicílio registrou aumento de 0,68% em novembro, com variação acumulada em 12 meses de 4,85%.

A variação acumulada pelo IPCA no ano registrou 6,98% em outubro, refletindo uma contribuição dos preços administrados de 2,9% (variação de 10,0%) e dos preços livres de 4,1% (variação de 5,7%). Para o restante do ano, espera-se que os preços administrados contribuam com 0,2% (variação de 0,7%). A evolução desses preços deve contribuir diretamente com 3,1% para a inflação do ano, ante 3,2% previstos em novembro. Em 2002, a menor inflação dos preços administrados deve-se, em grande parte, ao reajuste dos derivados de petróleo, que passarão a ser determinados pelo mercado. Para os preços administrados espera-se um aumento de 5,2% (contribuição direta de 1,6%, que exclui os efeitos de segunda ordem sobre a inflação), influenciados pelos aumentos de 19% na eletricidade para o consumidor residencial.

Em relação à política fiscal, mantém-se a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário para o setor público consolidado que constam do Programa Econômico do Governo. Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

Dos exercícios de simulação com diversas especificações do modelo estrutural, concluiu-se que a manutenção da taxa de juros em 19,0% ao ano e da taxa de câmbio no patamar que prevalecia na véspera da reunião do Copom apontam para uma inflação acima do limite superior da meta para 2001. Para 2002, projeta-se uma inflação próxima ao centro da meta de 3,5%. Para 2003, a inflação projetada fica significativamente inferior à meta central de 3,25%, quando se utiliza a hipótese de juros constantes em 19%.

Diretrizes de política monetária

O cenário econômico apresentou melhoras desde a última reunião do Copom. Em resposta à evolução positiva das contas externas e ao descolamento do risco Brasil em relação ao da Argentina, que redundou em redução do prêmio de risco, a taxa de câmbio experimentou rápida apreciação. As projeções do governo para o reajuste dos preços administrados em 2002 foram revistas para baixo em razão de menores reajustes da energia elétrica, da liberação do mercado de derivados de petróleo e das mudanças na tributação do setor que deve implicar em reduções substanciais de preço. A redução da inclinação da curva de juros deve ter impacto positivo em termos do crescimento da economia.

Corroborando a percepção expressada nas Notas da última reunião, os indicadores do nível de atividade econômica no terceiro trimestre sinalizam uma suave retomada do nível de atividade no próximo ano. Mesmo sendo inferior ao previsto no início do ano, o crescimento do PIB em 2001 deve ser próximo de 2% e ligeiramente maior em 2002. No terceiro trimestre, a economia apresentou

crescimento de 0,3% em relação ao trimestre anterior (crescimento acumulado de 2,17% no ano). A atividade agropecuária contribuiu positivamente para o crescimento do PIB, contrapondo-se ao desempenho negativo do setor industrial. A produção industrial, medida pela PIM do IBGE reduziu-se em 3,4% no mês, em termos dessazonalizados. Em 2001, a taxa de investimento deve ser superior a 23% do PIB, sendo pronunciados os aumentos dos investimentos nos setores de bens de capital relacionados com tratores agrícolas, transformadores de alta tensão, vagões ferroviários e equipamento para a construção civil.

As contas do Balanço de Pagamentos apresentaram melhora. A balança comercial acumula superávit de US\$ 1,9 bilhão no ano até a segunda semana de dezembro, explicada pela depreciação do real no segundo e terceiro trimestres. Pela primeira vez desde 1994, a balança comercial encerrará o ano com saldo positivo. O investimento estrangeiro direto registrou ingresso líquido de US\$ 2,2 bilhões em novembro, acima do esperado, e deve encerrar o ano com uma entrada líquida superior a US\$ 20 bilhões. Houve também reativação das captações externas de empresas privadas, retraídas após os atentados de 11 de setembro. Por fim, a percepção do risco externo da economia brasileira reduziu-se nos últimos dois meses. Essa combinação de fatores favoráveis contribuiu para a reversão da tendência de depreciação da taxa de câmbio.

As expectativas de mercado para a inflação, coletadas por pesquisa do Banco Central, para os próximos trimestres vem se reduzindo nas últimas semanas. Esse movimento pode, em parte, estar associado à trajetória de apreciação da taxa de câmbio observada recentemente. Caso persista essa tendência, as expectativas para a inflação podem apresentar reduções adicionais, dado que diminui o risco de repasse da depreciação cambial acumulada este ano para a inflação do próximo ano. É importante ressaltar que parte significativa da diferença entre as projeções do Copom e do mercado é explicada pela trajetória de câmbio mais depreciada utilizada pelo mercado.

O cenário mundial ainda é incerto. A desaceleração da economia mundial, intensificada pela recessão nos EUA e pela persistência da retração da demanda no Japão reforçam a percepção de que a retomada da economia dos países industrializados deve postergar-se para a segunda metade do ano de 2002. Esse quadro de incertezas, agravado pela piora da economia argentina, se reflete em expectativas desfavoráveis sobre a taxa de câmbio e inflação em 2002.

A inflação de novembro medida pelo IPCA manteve-se em patamar elevado, assim como o seu núcleo. O repasse cambial e a descompressão das margens de lucro parecem ser os responsáveis pelos elevados aumentos dos índices de preços ao consumidor e ainda é incerto o grau de influência destes fatores nos próximos meses, principalmente num contexto de recuperação da atividade. No entanto, o índice quadrissemanal, medido pelo IPC-FIPE, já aponta tendência de reversão.

Em síntese, um somatório de fatores contribui para um cenário de redução da taxa de inflação nos próximos anos. Os exercícios de simulação com as várias especificações do modelo estrutural

indicam uma inflação próxima ao centro da meta para 2002. Porém as incertezas quanto à recuperação da economia internacional, à melhora nos índices de inflação devido ao menor repasse da depreciação do câmbio, e à evolução da crise argentina recomendam que se aguarde por uma confirmação do quadro mais favorável que ora começa se configurar.

Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade manter a meta para a taxa de juros Selic em 19% ao ano.

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 22 de janeiro de 2002, às 15:00 h, para as apresentações técnicas e no dia seguinte, às 16:30 h, para deliberar sobre as diretrizes de política monetária, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do Copom, divulgado pelo Comunicado nº 8.911, de 3.10.2001, do Banco Central.

Notas da 67ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 22 e 23/01/2002

Local: Sala de reuniões do 8º andar (no dia 22) e 20º andar (no dia 23) do Edifício-Sede do Banco Central - Brasília - DF

Horário de início: 16:29 h dia 22 e 17:32 h dia 23

Horário de término: 20:15 h dia 22 e 19:30 h dia 23

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Arminio Fraga Neto - Presidente

Beny Parnes

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Edison Bernardes dos Santos

Ilan Goldfajn

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Tereza Cristina Grossi Togni

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 22)

Altamir Lopes - Departamento Econômico (DEPEC)

Daso Maranhão Coimbra - Departamento de Operações das Reservas Internacionais (DEPIN)

Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP)

José Antonio Marciano - Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (DEBAN)
Sérgio Goldenstein - Departamento de Operações do Mercado Aberto (DEMAB)

Demais participantes (todos presentes no dia 22)

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva - Consultor da Diretoria

Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria

João Borges - Assessor de Imprensa (ASIMP)

Fábia Aparecida de Carvalho - Coordenadora do Grupo de Comunicação Institucional

A Diretoria Colegiada analisou a evolução recente e as perspectivas da economia brasileira e da economia internacional no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo Governo para a inflação

.

Atividade econômica

Os indicadores do nível de atividade mostraram, ao final de 2001, continuidade do processo de superação dos fatores que provocaram desaceleração econômica a partir de abril de 2001. O cenário mais propício para a expansão da demanda é referendado basicamente pela redução da inadimplência e pelas disposições favoráveis dos consumidores. No entanto, essas condições, bem como as do mercado de trabalho, favorecem uma recuperação do consumo gradual, como indicam as vendas em dezembro, o que deve evitar pressões sobre os preços no futuro.

Dados preliminares sobre o faturamento do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo registraram estabilidade em dezembro, após quatro meses sucessivos de crescimento. Se confirmado esse resultado, o indicador, apurado pela FCESP, apresentará queda de 5,2%, em 2001, queda explicada, em parte, pela elevada base de comparação representada pelo segundo semestre de 2000.

O Índice de Intenção dos Consumidores (IIC), também da FCESP, elevou-se em janeiro, pela terceira vez consecutiva, refletindo melhoria nos dois componentes desse indicador, intenções atuais e futuras de consumo. Apesar de ainda não ter atingido nível de otimismo (índice acima de 100), esses resultados indicam recuperação paulatina da percepção dos consumidores quanto às conseqüências dos choques internos e externos.

A evolução da inadimplência contribuiu para favorecer o comércio varejista. Em dezembro, a taxa líquida, baseada nas informações da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), passou para 2,3%, ante 8,4% em novembro, principalmente pelo aumento de cancelamentos dos débitos. A proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos no total de cheques compensados declinou para 4,9% em dezembro, ante 5,2%, em novembro.

Quanto aos níveis de estoques nas empresas, indicadores sinalizaram redução dos patamares no 4º trimestre de 2001 em relação ao trimestre anterior, para a maior parte dos segmentos econômicos,

segundo pesquisas privadas. Considerando-se o indicador geral, há de se notar que, em comparação ao mesmo período do ano anterior, o índice situou-se em patamar expressivamente superior nos 2º e 3º trimestres de 2001, reflexo dos choques ocorridos no período. No último trimestre, o indicador atingiu o mesmo nível que o 4º trimestre de 2000, mostrando retorno a patamar normal para o período.

A produção industrial, retirados os efeitos sazonais, apresentou elevação de 1,5% em novembro, após queda de 1,9% em outubro, explicada, em parte, pela paralisação dos petroleiros naquele mês. O segmento de bens de consumo apresentou crescimento de 3,6%, com expansão de 6,9% na produção de bens duráveis e de 3,8% na de semi e não-duráveis. No acumulado do ano, até novembro, a indústria geral apresentou expansão de 2,1%, ante igual período de 2000.

Estatísticas sobre a indústria automotiva revelaram crescimento de 3,8% na produção de autoveículos e de 2% na de máquinas agrícolas em dezembro, descontados os efeitos sazonais. Os totais produzidos no ano corresponderam a 1.793 mil veículos e 44,5 mil máquinas agrícolas, que superaram em 6,6% e em 25,3% o ocorrido em 2000.

Acompanhando o desempenho do nível de atividade, os indicadores do mercado de trabalho apresentaram evolução favorável. A taxa de desemprego aberto apurada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), com base em pesquisa domiciliar em seis regiões metropolitanas, atingiu 6,4% em novembro, após 6,55%, em outubro. A queda decorreu de elevação de 0,25% das ocupações, que superou o crescimento de 0,11% apresentado pela População Economicamente Ativa (PEA). Evolução semelhante foi apontada pelos dados do Ministério do Trabalho e Emprego, que seguiram indicando crescimento do emprego formal em novembro, de 0,2%, considerando a série isenta de efeitos sazonais. O número total de empregos formais criados até novembro atingiu 845 mil, com expansões de 4% no comércio, de 3,8% nos serviços e de 3% na indústria. Apenas no setor de construção civil houve redução do emprego, de 0,7%. Pesquisas da CNI e da Fiesp, entretanto, têm revelado redução do emprego na indústria, que atingiu, em novembro 0,3% e 0,45%, respectivamente.

Em relação à demanda para investimentos, apesar das quedas apresentadas nos últimos três meses (dados dessazonalizados), a produção de bens de capital acumulou elevação de 14,1% no ano, até novembro, em especial pela expansão da produção de equipamentos agrícolas, de transportes e para a geração de energia elétrica. Já na construção civil, a produção de insumos para o setor acumula queda de 1,8%, também até novembro. A queda recente da produção de bens de capital, aliada ao desempenho desfavorável da construção, deverá reduzir a participação da formação bruta de capital no PIB nos últimos meses do ano.

O nível de utilização da capacidade instalada, após recuperação em outubro, voltou a declinar em novembro. Segundo estatísticas da CNI, que consideram informações para doze estados, o nível médio de utilização atingiu 79,0% nesse mês, ante 79,5% no mês anterior (dados dessazonalizados).

Também apresentou nível de utilização inferior, nas mesmas bases de comparação, a indústria de transformação do Estado de São Paulo, com declínio de 0,4%.

As novas concessões de empréstimos pelo sistema financeiro com recursos livres expandiram-se 1,6% em dezembro. As operações com pessoas jurídicas elevaram-se 4,2%, destacando-se as modalidades vinculadas a recursos externos, com ampliação de 18,3%. Os empréstimos a pessoas físicas contraíram-se 3,8%, em decorrência de queda sazonal por crédito junto ao sistema financeiro, determinada pelo pagamento do 13º salário. Essa queda atingiu, principalmente, linhas de crédito rotativo nas modalidades cheque especial e cartões de crédito.

Em relação ao estoque de crédito das operações contratadas junto ao sistema financeiro, registrou-se redução de 1,3% em dezembro, resultante da queda de 2,2% nos estoques das operações com recursos livres. Esse desempenho está associado à menor demanda por linhas de crédito rotativo pelas famílias, que determinou redução de 0,9% no volume contratado junto às pessoas físicas, bem como à apreciação cambial que incidiu sobre as modalidades das operações referenciadas à moeda estrangeira, levando à redução de 3% no volume de crédito destinado às pessoas jurídicas.

Quanto às transações externas da economia brasileira, a balança comercial registrou superávit de US\$ 857 milhões em dezembro, melhor resultado mensal observado desde a implantação do Plano Real, o que elevou o saldo comercial acumulado em 2001 para US\$ 2,7 bilhões. O surpreendente desempenho da balança comercial em dezembro refletiu, sobretudo, retração de 28,3% nas importações ante mesmo mês de 2000, uma vez que as exportações apresentaram queda de 6,7%, no mesmo período de comparação. Observou-se recuo dos dispêndios em todas as categorias de uso, com destaque para matérias-primas e bens intermediários, que declinaram 32,8%.

No acumulado do ano, o crescimento de 5,8% das exportações refletiu, em grande medida, o excepcional desempenho das vendas de produtos básicos, que contribuiu com 88,6% do acréscimo de receitas. Em relação às importações, apurou-se decréscimo de 0,5% nos dispêndios, motivado especialmente pelo recuo de 4% nos gastos com matérias-primas e bens intermediários.

Em 2002, nas três primeiras semanas de janeiro, o saldo da balança comercial acumulou superávit de US\$ 12 milhões. O maior crescimento da economia mundial em 2002 deverá favorecer a expansão das exportações brasileiras e o resultado comercial, relativamente a 2001. Apesar do possível decréscimo das exportações para a Argentina, estima-se que a conquista de novos mercados supere a perda de receita, repetindo-se comportamento observado em 2001.

Dentre as principais fontes de financiamento do balanço de pagamentos, o investimento estrangeiro direto se destacou ao final de 2001, ao alcançar US\$3,9 bilhões, mais que suficiente para cobrir o déficit em transações correntes de US\$1,8 bilhão. No ano, o investimento estrangeiro direto cobriu quase a totalidade do déficit em conta corrente (97,5%). Merece destaque, ainda, a colocação do

bônus da República, Global 2012, no montante de US\$1,25 bilhão, com prazo de 10 anos, como parte das captações do Governo Central previstas para até US\$5 bilhões no ano.

Em resumo, os indicadores econômicos revelam gradual e consistente superação das adversidades enfrentadas em 2001. Essa percepção vem se refletindo no nível de confiança dos consumidores, que se eleva desde outubro passado. O nível de estoques no último trimestre de 2001 declinou em relação ao trimestre anterior, a inadimplência em dezembro atingiu nível mais baixo nos últimos cinco anos e a demanda vem sinalizando recuperação gradativa. Estes fatos reforçam a expectativa de recuperação do nível de atividade, o que não deve inibir as perspectivas positivas para a balança comercial em 2002 na medida em que melhoram as expectativas de retomada do crescimento no exterior.

Ambiente externo

Estatísticas macroeconômicas mundiais recentes ainda não indicam, com clareza, reversão consistente da recessão no curto prazo. Entretanto, pode-se perceber evidências de reativação das principais economias desenvolvidas, com exceção do Japão. Por outro lado, a deterioração da economia argentina adiciona incertezas ao cenário externo.

Apesar da continuidade do declínio do nível de atividade, alguns indicadores da economia norte-americana apontam para o gradual esgotamento do processo recessivo. Pelo décimo mês consecutivo registrou-se retração nos estoques, que atingiu 1% em dezembro. Este fato pode contribuir para a recuperação da produção industrial, que dependerá também do comportamento do consumo nos meses vindouros. A produção industrial, em dezembro, apresentou a menor taxa de declínio em seis meses, 0,1%. No acumulado do ano, foi registrada retração de 3,8%, a primeira desde 1990 e a maior desde 1982, quando a produção recuou 5,4%. Em novembro, os pedidos às fábricas, excluindo o setor de defesa militar, aumentaram pelo segundo mês consecutivo, podendo ser um indício de recuperação do setor manufatureiro. As vendas no varejo recuaram 0,3% em dezembro, menos que o esperado pelo mercado, favorecidas pelo aumento registrado no volume de negócios dos setores eletrônico, de vestuário e mobiliário. Outros fatores, como a persistente solidez do setor habitacional e o crescimento do grau de confiança do consumidor, conduzem a uma perspectiva mais otimista para a economia norte-americana nos próximos meses.

As principais economias da área do Euro, Alemanha e França, apresentaram sinais de recuperação do nível de atividade. Na Alemanha, as encomendas industriais em novembro aumentaram pela primeira vez em três meses, devido ao crescimento da demanda externa. Ademais, as vendas de varejo em novembro superaram as expectativas, tendo registrado expansão de 1,6%, ante outubro. Esse resultado pode estar refletindo maior entusiasmo dos consumidores, captado por pesquisa que apresentou o primeiro avanço em quatro meses. Na França, após dois meses de retração, a produção industrial manteve-se estável em novembro, enquanto os gastos dos consumidores registraram elevação pelo segundo mês consecutivo. Desse modo, diante das evidências cada vez maiores de reativação da economia da região e da percepção

de que o atual patamar de juros é consistente com a meta de estabilidade de preços, existe a possibilidade de que a política monetária expansiva adotada em 2001 tenha sua trajetória suspensa, enquanto permanecerem as indicações de um cenário de gradual recuperação.

A economia japonesa, estagnada por longo período, não tem reagido aos estímulos da política econômica. Na última reunião, em 16.1.2002, o BoJ manteve inalterada sua política monetária, mas há possibilidade de expansão da liquidez ao término do ano fiscal, em 31.3.2002, com nova ajuda aos bancos com problemas de solvência.

Preços

Os principais índices de inflação apresentaram aumentos menores em dezembro, ante o mês anterior. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou 0,65%, ante 0,71%, em novembro. No ano, a variação percentual atingiu 7,67%, que refletiu, sobretudo, a elevação dos preços dos bens e serviços administrados, de 10,45%. Apresentaram variações que se situaram acima da média do índice os seguintes grupos: alimentação, 9,63%, com destaque para bovinos, 12,17%, pão francês, 22,09%, refeição, 11,93%, arroz, 43,59% e feijão preto, 162,36%; habitação, 9,4%, que considera os itens energia elétrica, 17,93%, taxa de água e esgoto, 15,5%, e gás de bujão 15,6%; e transporte, 8%, onde se destacam ônibus urbano, 15,54% e gasolina 7,19%. Observe-se que, além dos reajustes dos preços administrados, essas elevações refletiram também a desvalorização cambial ocorrida no ano, bem como, nos casos do arroz e do feijão preto, condições climáticas desfavoráveis ao desenvolvimento dessas culturas

Em dezembro, o crescimento registrado pelo IPCA decorreu basicamente de elevações em preços administrados (tarifas de energia e de ônibus urbano no Rio de Janeiro), vestuário, remédios, frango e automóvel novo, em parte compensadas pelos declínios dos preços do leite, feijão, gás de bujão e gasolina.

No Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI), foi mais intensa a queda da variação mensal, que passou de 0,76%, em novembro, para 0,18% em dezembro, acumulando 10,4% em 2001. Comparativamente a novembro, a variação do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) passou de 0,85% para 0,7%, devido à menor elevação do grupo despesas diversas. Ressalte-se também a menor expansão dos preços dos grupos transportes e habitação. A queda de 0,09% apresentada pelo Índice de Preços no Atacado (IPA), comparativamente a crescimento de 0,73% em novembro, explicou a maior parte da desaceleração do IGP-DI no mês. O comportamento do IPA refletiu queda de 0,32% do IPA industrial, basicamente pela valorização cambial do período, tendo o IPA agrícola se elevado 0,48%, ante 0,93% em novembro. O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) também elevou-se com menor intensidade, tendo atingido 0,34%, após 0,74%, em novembro.

Em janeiro, os indicadores de preços ao consumidor deverão captar aumentos dos preços dos alimentos *in natura*, aves e ovos, bem como as elevações de 18,63% da energia elétrica no Rio de Janeiro, e de 15% nas tarifas de ônibus urbano em Belo Horizonte. Merecem destaque, também, a majoração do preço do gás de bujão e o aumento sazonal em educação. Esses efeitos altistas deverão ser, em parte, compensados pela queda dos preços da gasolina.

No atacado, os índices de inflação deverão refletir principalmente as altas de preços de aves, ovos, milho e feijão e quedas em produtos industriais causadas, basicamente, pelos menores preços dos combustíveis e pela valorização do câmbio.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

A curva de juros apresentou menor oscilação, desde a última reunião do Copom. A partir do final de dezembro, a expectativa de uma inflação menor no primeiro trimestre de 2002, os resultados da balança comercial e a colocação dos globais acarretaram inclinação negativa na parte curta da curva, com o spread entre a taxa de 30 dias e a taxa Selic passando de 19 p.b., em 20 de dezembro, para -12 p.b., em 3 de janeiro. Da mesma forma, nesse período, o spread entre a taxa de 1 ano e a taxa Selic estreitou-se de 211 p.b. para 39 p.b. Posteriormente, a divulgação de índices de inflação acima do esperado e o clima de incerteza com o fim do feriado bancário na Argentina determinaram a elevação do spread entre a taxa de 1 ano e a taxa Selic para 180 p.b., em 15 de janeiro. Com a proximidade da reunião do Copom, esse spread caiu para 102 p.b., em 18 de janeiro, motivado pela expectativa de algumas tesourarias de instituições financeiras de que poderia ocorrer redução da meta para a taxa Selic.

A operação de troca de títulos cambiais com o objetivo de desconcentração parcial dos vencimentos em 2002 foi novamente realizada. Para tanto, em 17 de janeiro, o Banco Central realizou leilões de compra de NBCE com vencimentos entre fevereiro e abril de 2002, simultaneamente às ofertas de venda de NTN-D, de responsabilidade do Tesouro Nacional. O impacto financeiro líquido da operação sobre o mercado foi neutro, resultado da compra de R\$ 1,9 bilhão de NBCE e da venda, em igual montante, de NTN-D de 2 anos (38% do total), de 3 anos (36% do total) e de 6 anos (26% do total). Assim como no evento realizado em dezembro, os leilões indicaram uma demanda mais expressiva do mercado pela reversão de posições em títulos cambiais mais curtos do que pela abertura de posições em prazos mais longos.

O Tesouro Nacional deu continuidade à estratégia de alongamento da dívida prefixada iniciada em novembro. Desde 8 de janeiro foram realizadas, em três oportunidades, ofertas de títulos de 6 e de 15 meses de prazo. As taxas apuradas no evento mais recente apresentaram queda em relação às praticadas no leilão anterior, revertendo uma trajetória de alta verificada no início do mês. As taxas médias foram respectivamente de 19,10%, 19,79% e 19,47%, para os títulos mais curtos, e de 20,45%, 21,72% e 20,97% para os mais longos. O volume financeiro total das colocações atingiu R\$ 6,8 bilhões, dos quais 80% referiram-se aos títulos de menor prazo.

Considerando as liquidações financeiras entre 19 de dezembro e 22 de janeiro, houve um impacto monetário expansionista de R\$ 7,2 bilhões, resultante de resgates líquidos de LTN (R\$ 3,6 bilhões), de LFT (R\$ 1,4 bilhão) e de pagamento de juros intermediários de NTN-C (R\$ 0,6 bilhão) e de títulos cambiais (R\$ 1,6 bilhão).

Para um período de 22 dias úteis, o Banco Central atuou em quatorze oportunidades no mercado aberto para administrar a taxa de juros no curtíssimo prazo. Em treze atuações, foram doados recursos à taxa de corte de 19,05% a.a., com volume médio de R\$ 13,3 bilhões. Também foi efetuada uma operação tomadora de recursos à taxa de corte de 18,90% a.a., no montante de R\$ 1,4 bilhão.

Em dezembro, o mercado secundário registrou elevação no volume negociado de títulos cambiais e de LFT, em virtude principalmente da necessidade de ajuste de posições de alguns fundos de investimento. O giro médio diário de títulos cambiais passou de R\$ 1,6 bilhão para R\$ 2,5 bilhões, enquanto o de LFT aumentou de R\$ 1,7 bilhão para R\$ 2,9 bilhões. Os títulos prefixados, por sua vez, apresentaram estabilidade em relação ao mês anterior, com giro médio diário de R\$ 3,8 bilhões, apesar da redução no volume das ofertas primárias (de R\$ 7,3 bilhões em novembro para R\$ 6,0 bilhões em dezembro).

A exemplo do ocorrido em novembro, a significativa apreciação do Real propiciou, em dezembro, uma redução de R\$ 16,2 bilhões na dívida pública mobiliária interna atrelada à variação cambial, diminuindo sua participação relativa de 31,1% para 28,6%.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

Os choques identificados e os seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis. O cenário considerado nas simulações contempla as hipóteses listadas a seguir:

1. a taxa de inflação de dezembro, medida pelo IPCA, registrou elevação de 0,65%. Esse valor, embora elevado, é menor que o observado em novembro de 2001;
2. as projeções para os preços da gasolina e óleo diesel para 2002 e 2003 foram calculadas com base nos levantamentos de preços da Agência Nacional de Petróleo (ANP) que indicam reduções significativas de preços nas primeiras semanas de janeiro. A partir daí, as projeções foram elaboradas com base no comportamento dos mercados futuros de petróleo tipo Brent negociados na International Petroleum Exchange (IPE). Para o gás de bujão (GLP), a retirada do subsídio resultou em aumento no preço individual do bujão em janeiro. A partir daí, projetou-se o comportamento dos preços com base nos contratos futuros do gás propano negociados na New York Mercantile Exchange (NYMEX);
3. para o conjunto ampliado de preços administrados por contrato, projeta-se um reajuste de 5,4% em 2002 e de 3,4% para 2003;

4. a projeção para o reajuste das tarifas de energia elétrica para 2002 foi aumentado ligeiramente para 20,4%, em função do aumento de 2,9% ocorrido nos últimos dias do ano passado, o que é refletido na inflação de janeiro deste ano;
5. em relação à inclinação para a curva de juros doméstica, medida como a diferença entre as taxas DI a termo de 180 dias e Selic de um dia, assume-se uma média que se eleva de 50 p.b. no primeiro trimestre de 2002 para acima de 100 p.b. ao final de 2002;
6. a trajetória para a taxa de juros dos *fed funds*, projetada com base nos vencimentos dos contratos futuros, foi alterada para refletir uma taxa média de 1,75% no primeiro trimestre de 2002, que se eleva para 2,25% no quarto trimestre de 2002;
7. para o prêmio de risco soberano, utilizando-se o Bônus Global 04, projeta-se uma trajetória de estabilidade em nível de 600 p.b..

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método de médias aparadas simétricas, permaneceu em nível elevado em dezembro, com valor igual ao mês de novembro (0,77%). No ano, esse núcleo registrou variação de 7,48%. Por sua vez, o núcleo de inflação do IPC-BR, calculado pelo método de médias aparadas simétricas, apresentou redução, passando de 0,77% em novembro para 0,71% em dezembro. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registrou variação de 7,09%. O núcleo de inflação calculado por exclusão dos preços administrados - considerando o conjunto ampliado desses itens com peso de 30,6% no IPCA em dezembro - e dos alimentos no domicílio registrou aumento de 0,83% em dezembro, com variação acumulada em 12 meses de 5,49%.

A variação acumulada pelo IPCA no ano registrou 7,67%, refletindo uma contribuição dos preços livres de 2,4% e dos preços administrados por contrato de 1,7%, uma vez descontados os efeitos do repasse cambial e da inércia. O repasse cambial contribuiu com 2,9% e a inércia com 0,7% para a inflação de 2001. Em 2002, espera-se que os preços administrados por contrato aumentem 5,4% (com contribuição direta de 1,6%), influenciados pelos aumentos nas tarifas de energia elétrica.

Em relação à política fiscal, mantém-se a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário para o setor público consolidado que constam do Programa Econômico do Governo. Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

Dos exercícios de simulação com diversas especificações do modelo estrutural, concluiu-se que a manutenção da taxa de juros em 19,0% ao ano e da taxa de câmbio no patamar que prevalecia na véspera da reunião do Copom apontam para uma inflação em 2002 abaixo de 4%. Para 2003, a inflação projetada pelo modelo estrutural com base na hipótese de manutenção da taxa de juros e câmbio constantes no nível atual está abaixo do centro da meta de 3,25%.

Diretrizes de política monetária

O cenário de recuperação do nível de atividade da economia brasileira parece consolidar-se, embora num ritmo lento. O nível de confiança dos consumidores continua elevando-se desde outubro do ano passado o que estimula as vendas. O faturamento no varejo, que havia crescido por quatro meses consecutivos, estabilizou-se em dezembro. Esse crescimento reduziu os estoques no último trimestre do ano passado em relação ao trimestre anterior, indicando perspectivas de retomada na produção industrial. A produção industrial física, medida pelo IBGE, após declinar em outubro, voltou a crescer em novembro (dados dessazonalizados).

A presença de capacidade ociosa e a trajetória da massa salarial indicam que o crescimento na demanda não gerará pressões sobre a inflação. O aumento dos investimentos em bens de capital, observado nos primeiros trimestres de 2001, teve o efeito de ampliar a capacidade instalada. O impacto da crise de energia tem sido menor que o esperado, e o provável fim do racionamento deverá ampliar o potencial de crescimento do produto.

A retomada do crescimento da economia brasileira tem sido compatível com a melhora das contas externas. No ano passado, a recuperação da balança comercial e a manutenção da entrada de capitais na forma de investimento direto contribuíram para reduzir o risco país e estabilizar o real. O saldo positivo da balança comercial em 2001 de US\$ 2,7 bilhões reflete um aumento de 5,8% nas exportações e uma queda de 0,7% nas importações no ano. O fluxo de investimentos estrangeiros diretos apresentou saldo positivo de US\$ 22,6 bilhões, financiando 97,5% do déficit em conta corrente no ano e superando em larga margem as projeções anteriores.

Para este ano, há sinais mais claros que a recuperação da economia norte-americana, com impactos positivos sobre a economia mundial, pode começar a partir do segundo trimestre, o que estimularia as exportações e facilitaria o financiamento do balanço de pagamentos brasileiro. A crise na Argentina tem tido impacto adicional limitado sobre a taxa de câmbio e sobre o *spread* pago pelos títulos externos do Brasil.

Como resultado desta melhora no cenário econômico, assim como do esgotamento dos efeitos primários dos choques ocorridos em 2001 e da menor pressão dos preços administrados por contrato, as perspectivas para as taxas de inflação neste e no próximo ano são de queda em direção à trajetória das suas metas. Essa percepção é compartilhada pelos agentes econômicos, como indicam as expectativas para a inflação de 2002 e 2003 na pesquisa coletada pelo Grupo de Comunicação Institucional (GCI) do Banco Central.

Entretanto, permanecem focos de incerteza para a confirmação desse quadro favorável para a inflação. É necessária atenção para o cenário externo, em especial para os eventuais desdobramentos da crise

Argentina e para o comportamento do fluxo de capital externo, no contexto do processo eleitoral doméstico. É necessário, também, atenção para possíveis pressões adicionais advindas de reajustes de preços administrados por contrato este ano e finalmente para a trajetória de queda da inflação que tem se mostrado mais lenta que o esperado.

De fato, a reversão da trajetória de inflação tem ocorrido de forma lenta. A inflação medida pelo IPCA, apesar de ter se reduzido para 0,65% em dezembro, permanece alta. O núcleo de inflação, medido pelo método das médias aparadas, manteve-se elevado em dezembro. No mês de janeiro, os primeiros sinais apontam para um índice menor, mas ainda relativamente elevado. Contribuíram para esses resultados: i) os fatores climáticos adversos que afetaram diferentemente as diversas regiões (chuvas e secas) com impacto altista sobre os preços dos alimentos; ii) as pressões para recomposição das margens de lucro e os efeitos secundários dos choques - reflexo da inércia da maior inflação de 2001; e iii) o movimento de queda mais lento dos preços dos derivados do petróleo.

Estima-se a contribuição do efeito primário do choque de preços administrados por contrato, na parte que excede a meta de inflação, uma vez deduzidos o impacto do repasse cambial e da inércia sobre os administrados, em aproximadamente 0,3 p.p. para inflação deste ano. A inércia inflacionária advinda de uma taxa maior de inflação que excedeu a meta inflacionária em 2001, contribui com outros 0,7 p.p. A política monetária deve ser orientada no sentido de eliminar o efeito secundário dos choques sobre a inflação, preservando o realinhamento inicial dos preços relativos. A política monetária deve também buscar o período adequado para que a inflação volte à trajetória de suas metas, o que depende da magnitude da inércia herdada.

Diante de uma queda mais lenta da inflação e da incerteza que ainda prevalece para a confirmação do quadro favorável para inflação, o Copom decidiu por unanimidade manter a meta para a taxa de juros Selic em 19% ao ano.

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 19 de fevereiro de 2002, às 15:00 h, para as apresentações técnicas e no dia seguinte, às 16:30 h, para deliberar sobre as diretrizes de política monetária, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do Copom, divulgado pelo Comunicado nº 8.911, de 3.10.2001, do Banco Central.

Notas da 68ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 19 e 20/02/2002

Local: Sala de reuniões do 8º andar (no dia 19) e 20º andar (no dia 20) do Edifício-Sede do Banco Central - Brasília - DF

Horário de início: 16:36 h dia 19 e 16:18 h dia 20

Horário de término: 19:42 h dia 19 e 18:44 h dia 20

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Arminio Fraga Neto - Presidente

Beny Parnes

Carlos Eduardo de Freitas

Edison Bernardes dos Santos

Ilan Goldfajn

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Tereza Cristina Grossi Togni

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 19)

Altamir Lopes - Departamento Econômico (DEPEC)

Daso Maranhão Coimbra - Departamento de Operações das Reservas Internacionais (DEPIN)

Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP)

José Antonio Marciano - Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (DEBAN)

Sérgio Goldenstein - Departamento de Operações do Mercado Aberto (DEMAB)

Demais participantes (todos presentes no dia 19)

Antônio Carlos Monteiro - Secretário-Executivo da Diretoria

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva - Consultor da Diretoria

Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria

João Borges - Assessor de Imprensa (ASIMP)

Fábia Aparecida de Carvalho - Coordenadora do Grupo de Comunicação Institucional

A Diretoria Colegiada analisou a evolução recente e as perspectivas da economia brasileira e da economia internacional no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo Governo para a inflação.

Atividade econômica

Resultados recentes dos desempenhos da indústria e do comércio têm confirmado a perspectiva de recuperação econômica, delineada ao final de 2001. A maior confiança tanto de consumidores como de empresários, revelada nas últimas pesquisas sobre expectativas, indicam que esse comportamento deve consolidar-se como nova tendência do nível de atividade. Há de se considerar que a intensidade e a duração desse movimento está condicionada ao crescimento da massa real de rendimentos e à evolução das condições de crédito, principais fatores de sustentação da demanda.

Dados preliminares divulgados pela FCESP para a atividade varejista da região metropolitana de São Paulo, mostraram expansão de 2,1% no faturamento real em janeiro, ante dezembro, na série dessazonalizada. Excluindo-se as concessionárias de veículos, cujas vendas recuaram 14,5% no mês, o faturamento cresceu 3,1%, liderado pelas vendas de bens de consumo duráveis, que aumentaram 7,5% no mês, a sexta alta consecutiva desse segmento. Ainda em janeiro, houve crescimento de 2,4% no número de consultas para vendas a crédito e com cheques, segundo a Associação Comercial de São Paulo (ACSP). É o terceiro mês seguido de expansão, movimento que ratifica a expansão do comércio.

A recuperação das expectativas por parte dos consumidores e o incremento das liquidações e promoções são apontados como os principais responsáveis pelo desempenho recente do setor varejista. O Índice de Intenção dos Consumidores (IIC), apurado pela FCESP, cresceu em fevereiro, pela quarta vez consecutiva, ao registrar alta de 2,2%. O resultado decorreu da melhora nos dois componentes desse indicador, intenções atuais e futuras de consumo, com destaque para o primeiro, cujo incremento refletiu, principalmente, a superação dos efeitos negativos do cenário externo. Quanto aos empresários, as expectativas em relação ao momento econômico mostraram-se semelhantes às dos consumidores. O Indicador de Confiança do Empresário Industrial, índice apurado pela CNI, mostrou, em janeiro, que para a maioria dos industriais, independente do porte da empresa, a percepção das condições econômicas atuais e para os próximos meses, tanto para a economia brasileira como para o setor em que a respectiva empresa atua, melhoraram expressivamente em relação ao último levantamento, realizado em outubro.

Em relação aos estoques nas empresas, informações levantadas pela CNI apontaram significativa queda dos níveis no 4º trimestre de 2001, tanto de produtos finais quanto de matérias-primas e bens intermediários. Esse dado reforça a percepção de recuperação da atividade industrial.

De fato, o desempenho da produção industrial em dezembro refletiu em parte essa recuperação na expectativa empresarial. Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a produção industrial cresceu 1% frente a novembro, na série livre de influências sazonais, acumulando expansão de 1,5% no ano. O resultado de dezembro ratifica a perspectiva de reversão na tendência declinante que preponderou em 2001, de março a outubro, ao registrar o segundo resultado positivo consecutivo

depois daquele período. Deve-se destacar na recente recuperação fabril, a liderança do segmento de bens de consumo, particularmente os bens duráveis, cuja produção cresceu 6,1% ante novembro, acumulando expansão de 11,3% no último trimestre do ano, em relação ao trimestre anterior, considerando dados isentos de sazonalidade. A melhora no ambiente econômico e o atendimento de parte da demanda reprimida nos primeiros meses de racionamento de energia elétrica explicam essa recuperação, além das condições relativamente mais atrativas dos financiamentos, particularmente de veículos novos.

Os resultados recentes dos indicadores do mercado de trabalho reforçam as expectativas de recuperação da atividade econômica. No setor industrial, segundo dados dessazonalizados da CNI, houve aumento de 1,9% nas horas trabalhadas na produção em 2001, ante 2000, e o número de pessoas empregadas cresceu 1,1%. A taxa de desemprego aberto apurada pelo IBGE atingiu 5,6% em dezembro, ante 6,4% em novembro. Em 2001 o número total de empregos formais no país cresceu 2,6%, segundo dados do Ministério do Trabalho e Emprego.

Em sentido oposto à expansão do segmento de bens de consumo, a produção de bens de capital recuou pelo quarto mês consecutivo, em dezembro, na comparação com o mês anterior. Registre-se que o desempenho dessa categoria, por tratar-se de despesas de investimento, responde com maior defasagem à mudanças no nível de atividade. Apesar dos fracos resultados dos últimos meses, no acumulado do ano registrou-se expansão de 12,8%. Vale observar que a importação de bens de capital cresceu 16,1% e a absorção doméstica de bens de capital acusou acréscimo de 18,7% em 2001, refletindo os investimentos em vários setores, principalmente aqueles ligados à superação da crise energética e à modernização da agricultura e da rede ferroviária.

O saldo das operações de créditos contratadas pelo sistema financeiro alcançou R\$333,5 bilhões em janeiro, representando crescimento de 0,3% em relação ao mês anterior. Desse total, R\$195,8 bilhões referem-se a operações de crédito contratadas com recursos livres pelo sistema financeiro, com crescimento de 1,6%, no mesmo período, resultante da expansão de 0,4% no volume de crédito contratado com as pessoas jurídicas e de 3,7% com as pessoas físicas. O ligeiro crescimento do estoque de crédito direcionado às empresas resultou, basicamente, da depreciação cambial incidente sobre operações vinculadas à moeda estrangeira, uma vez que as concessões direcionadas para a atividade produtiva registraram queda de 5,4% no mês. Ao mesmo tempo, o crescimento de 5,2% na demanda por novos recursos por parte das famílias refletiu a maior concessão nas modalidades de cheque especial e crédito pessoal, após a queda sazonal de final de ano.

Quanto às transações externas da economia brasileira, a balança comercial apresentou superávit de US\$175 milhões em janeiro, o primeiro saldo positivo para meses de janeiro desde 1997. As exportações atingiram US\$3.972 milhões, com queda de 12,5% em relação a janeiro de 2001, enquanto as importações recuaram ainda mais, 24,3%, somando US\$3.797 milhões. A queda de 64,2% nas vendas para a Argentina foi a principal responsável por esse desempenho das exportações, mas deve-se considerar também a elevada base de comparação de janeiro de 2001, quando a

demanda internacional por farelo e grãos de soja encontrava-se aquecida, o que ensejou a efetivação de embarques em montantes acima das médias históricas para o mês. Relativamente às importações, houve redução em todas as categorias de produtos em relação a janeiro de 2001, em momento de recuperação da economia interna. Há, portanto, sinais de substituição de importação, principalmente de matérias-primas e bens intermediários, por produção doméstica, devido a depreciação de cerca de 20% na taxa de câmbio. Deve-se ressaltar que as aquisições de maquinaria industrial e seus acessórios continuaram em expansão, 4,1% e 8%, respectivamente, o que indica manutenção dos investimentos na atividade produtiva.

Em fevereiro, até o dia 17, a balança comercial registrou superávit de US\$100 milhões, com aumentos de 6% e de 4,4% nas médias diárias de exportações e de importações, respectivamente, em relação a janeiro. Em fevereiro, notou-se recuperação no comércio do Brasil com a Argentina, comparativamente a janeiro, com acréscimos de 13,8% nas exportações e de 25,4% nas importações, em termos de média diária.

Em resumo, a atividade econômica mostra tendência de recuperação, movimento iniciado nos últimos meses de 2001. O consumo, refletido nos indicadores do comércio varejista, segue registrando resultados positivos, influenciado pelo aumento de confiança do consumidor e, face à redução dos níveis de estoques observados no final de 2001, tende a estimular a produção fabril nos próximos meses. Esse incremento da produção no curto prazo não representa pressões decorrentes do aumento do nível de utilização da capacidade instalada, haja vista o grau de ociosidade ora observado. Considerando um horizonte de tempo mais amplo, o crescimento do nível de atividade é sustentável na medida em que tende a ser acompanhado por ganhos de produtividade, decorrentes do maior fluxo de investimentos observado desde 2000, e do processo de substituição de importações, que reflete, entre outros, a evolução do câmbio real nos últimos meses.

Ambiente externo

Nos Estados Unidos, os indicadores continuam apontando para recuperação da atividade. O PIB americano apresentou crescimento de 0,2% no 4º trimestre de 2001, contrariando as expectativas de queda de 1% e acompanhando os últimos indicadores de atividade econômica divulgados.

Em face da melhora na perspectiva da economia americana, mas ainda salientando incertezas, o *Federal Reserve* (FED) decidiu manter as taxas de juros em 1,75%, interrompendo a trajetória de flexibilização da política monetária que já durava cinco reuniões consecutivas. O relatório do FOMC aponta que tornaram-se mais claros os sinais de redução da debilidade da demanda e que a atividade econômica começa a se firmar.

As vendas no varejo, excluídas as vendas de automóveis, apresentaram crescimento dessazonalizado de 1,2% em janeiro, sobre o mês anterior, configurando-se na maior alta desde março de 2000. Esse

número superou as expectativas, que eram de retração de 0,4%. NO entanto, considerando-se a venda de automóveis, esse indicador apresentou queda dessazonalizada de 0,2% em relação a dezembro.

Os indicadores de atividade pesquisados pelo Instituto dos Gerentes de Compras mostram que a indústria e os serviços mantêm a tendência de recuperação. Esses indicadores vêm melhorando simultaneamente com a confiança do consumidor e com os indicadores do mercado de trabalho, como a taxa de desemprego, que apresentou declínio em dezembro. Informações mais recentes do Departamento do Trabalho indicam que o número de pedidos de benefícios do seguro-desemprego caiu pela quinta semana consecutiva. A desaceleração desse indicador é também sinal de que a economia americana começa a se recuperar.

No Japão, a economia caracteriza-se pelo comportamento em espiral deflacionária, cuja razão principal é o alto índice de empréstimos comprometidos no sistema bancário, que está descapitalizado e gera lucros insuficientes para cobrir a deterioração dos empréstimos concedidos.

Na área do euro, o Banco Central Europeu (BCE) manteve inalterada a taxa de juros básica em 3,25% a.a. Segundo a instituição, o atual patamar da taxa de juros é consistente com a estabilidade de preços, embora o dado preliminar de janeiro tenha apontado leve crescimento da inflação na região, 2,5% em termos anualizados, comparativamente a 2,1% observados em dezembro. De acordo com o BCE, esse incremento da inflação se deveu, principalmente, a fatores excepcionais e transitórios, entre os quais pode-se destacar as intempéries em algumas partes da Europa, provocando aumento nos preços dos alimentos, influência antecipada dos impostos indiretos e o aumento do preço da energia, além de efeitos da adaptação do sistema de preços dos diversos países ao euro.

Os primeiros sinais mais positivos na direção de uma possível recuperação nas principais economias mundiais, em especial nos Estados Unidos, indicam que se chegou ao fim da tendência de desaquecimento observada desde o final do primeiro trimestre de 2001. A retomada da economia americana terá um impacto positivo tanto no comércio mundial quanto na normalização dos mercados internacionais de capitais, com o arrefecimento do movimento de *flight to quality* predominante em 2001. No entanto, um crescimento mais vigoroso do produto e do comércio mundiais estará relativamente limitado pela permanência do quadro recessivo no Japão, com repercussão nos países asiáticos.

Preços

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) subiu 0,52% em janeiro, ante 0,65% em dezembro, acumulando variação de 7,62% nos últimos doze meses findos em janeiro. Embora em desaceleração, o resultado do mês foi influenciado, principalmente, pela alta de 0,85% nos preços dos alimentos, particularmente dos *in natura*, devido às condições atmosféricas desfavoráveis,

enquanto o conjunto dos preços administrados contribuiu com 0,11 p.p., uma vez que a queda nos preços da gasolina foi mais do que compensada pela alta em outros itens importantes como gás de bujão, energia elétrica e ônibus urbano.

Os preços dos produtos não-alimentícios subiram 0,42% em janeiro. A gasolina ficou 9,92% mais barata ao consumidor, mas a retirada dos subsídios provocou alta de 17,87% nos preços do gás de bujão. A variação de 4,51% no item energia elétrica decorreu do reajuste de 18,63% realizado por concessionária do Rio de Janeiro, além do reajuste extraordinário de 2,9% concedido em 27 de dezembro, na maioria das áreas pesquisadas. O item ônibus urbano acusou elevação de 1,34%, refletindo o reajuste de 15% ocorrido nas tarifas em Belo Horizonte, no final de dezembro.

O Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI) variou 0,19% em janeiro, praticamente repetindo o resultado de dezembro, de 0,18%. O maior recuo do Índice de Preços no Atacado (IPA), de -0,09% em dezembro para -0,13% em janeiro, foi praticamente compensado pela aceleração da alta no Índice de Preços ao Consumidor (IPC), 0,79% ante 0,7% em dezembro. No atacado, destacou-se a continuidade de queda nos preços industriais (-0,32%) enquanto os preços dos produtos agrícolas subiram 0,37%, comparativamente a 0,48% no mês anterior. No âmbito dos preços ao consumidor, o IPC-Br refletiu o efeito sazonal da elevação dos gastos com educação, ainda não captados pelo IPCA por diferenças nas metodologias de apuração dos dois índices.

Em fevereiro, além das pressões decorrentes dos reajustes de mensalidades e de materiais escolares, o IPCA será pressionado também pela elevação nos preços dos remédios. Contudo, espera-se desaceleração do índice, haja vista a queda nos preços do vestuário e a continuidade da absorção do recuo nos preços da gasolina. Esse movimento poderá ser intensificado em virtude da queda esperada nos preços dos alimentos, já registrada pelos índices de preços no atacado, como apontaram os resultados parciais do Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M).

Mercado monetário e operações de mercado aberto

A curva de juros apresentou movimentos, de pequena intensidade, desde a última reunião do Copom. A decisão de manter inalterada a meta para a taxa Selic reverteu a inclinação negativa da parte curta da curva, com o spread entre a taxa de 3 meses e a taxa Selic passando de -9 p.b., em 18 de janeiro, para 11 p.b., em 24 de janeiro. Posteriormente, a divulgação de índices de inflação, a reabertura tranqüila do mercado argentino e a expectativa de uma redução da taxa Selic ainda no primeiro trimestre determinaram a redução daquele spread para -25 p.b., em 18 de fevereiro. No período, o spread entre a taxa de 1 ano e a taxa Selic também se estreitou, passando de 102 p.b. para 47 p.b.

Dando prosseguimento à estratégia de desconcentração parcial dos vencimentos de títulos cambiais em 2002, o Banco Central realizou, em 24 de janeiro, leilões de compra de NBCE com vencimentos entre fevereiro e abril de 2002, simultaneamente às ofertas de venda de NTN-D por parte do Tesouro

Nacional, no montante de R\$ 2,3 bilhões. Houve maior demanda por títulos de prazo mais curto (2 e 3 anos) em relação à operação realizada no período anterior, quando foi ofertado títulos de até 6 anos. Os prêmios das NTN-D apresentaram uma tendência de alta durante o período.

O Tesouro Nacional ofertou LTN em quatro oportunidades desde 29 de janeiro. Nos dois primeiros eventos, foram leiloados títulos de 7 e 14 meses de prazo. Devido à redução da demanda pelos títulos de prazo mais longo, a oferta destes foi interrompida. O volume financeiro total das colocações atingiu R\$ 8,3 bilhões, dos quais 92% referiram-se aos títulos de menor prazo.

Em 19 de fevereiro, o Tesouro voltou a oferecer LFT, o que não acontecia desde outubro de 2001. Devido à reduzida demanda, só foram vendidos 538 mil títulos do lote de 1 milhão. Os títulos, com prazo de 2 anos, foram colocados ao deságio médio de 0,35%, totalizando um montante de R\$ 0,7 bilhão.

Considerando as liquidações financeiras entre 23 de janeiro e 19 de fevereiro, houve um impacto monetário expansionista de R\$ 3,0 bilhões, resultante de resgates líquidos de LTN (R\$ 0,9 bilhão), de LFT (R\$ 0,8 bilhão) e de pagamento de juros intermediários de títulos cambiais (R\$ 1,3 bilhão).

Para um período de 18 dias úteis, o Banco Central atuou em treze oportunidades no mercado aberto para administrar a taxa de juros no curtíssimo prazo. Em todas as atuações, foram doados recursos à taxa de corte de 19,05%, com volume médio de R\$ 8,9 bilhões.

A dívida pública mobiliária interna aumentou R\$ 11 bilhões em janeiro. A variação cambial de 4,2%, gerando um impacto de R\$ 7,5 bilhões, constituiu o principal fator responsável por esta elevação.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

Os choques identificados e os seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis. O cenário considerado nas simulações contempla as hipóteses listadas a seguir:

1. a taxa de inflação de janeiro de 2002, medida pelo IPCA, registrou elevação de 0,52%, ante 0,65% observado em dezembro de 2001;
2. as projeções para os preços ao consumidor da gasolina, óleo diesel e gás de bujão para 2002 e 2003 foram construídas com base nos levantamentos de preços da Agência Nacional de Petróleo (ANP) que indicam reduções significativas nesses preços no período a partir da liberação do mercado em 1º de janeiro até 9 de fevereiro. Após março, as projeções refletem o comportamento dos preços nos mercados futuros de petróleo tipo *Brent*, da International Petroleum Exchange (IPE), e do gás propano, da New York Mercantile Exchange (NYMEX);

3. alguns itens incluídos no grupo de preços administrados por contrato tiveram seus preços liberados recentemente, como o caso dos combustíveis e gás de bujão. O comportamento desses preços, embora determinados pelas condições de oferta e demanda, pode ser projetados com maior precisão a partir do monitoramento de suas respectivas estruturas de custo. Portanto, o conjunto ampliado de preços administrados por contrato inclui também os preços monitorados e será referido como tal. Mantém-se a definição dos itens incorporados nesse grupo com peso de 30,5% no IPCA. Para esse conjunto de preços, projetam-se reajustes de 5,7% em 2002 e 3,8% para 2003. Na reunião de janeiro, projetavam-se reajustes para esses preços de 5,4% em 2002 e de 3,4% para 2003. Esse aumento de 0,3 p.p. na projeção para 2002 da inflação dos preços de administrados, entretanto, concentrou-se quase todo em janeiro, de forma que não houve alteração significativa da projeção de inflação para o restante do ano.

4. projetam-se reajustes de 19,3% e 14,0% para as tarifas de energia elétrica em 2002 e 2003. Esses reajustes incorporam os aumentos extraordinários para energia já ocorridos este ano e o de 4% previsto para o próximo ano;

5. mantém-se a hipótese da reunião anterior em relação ao comportamento da inclinação para a curva de juros doméstica, medida como a diferença entre as taxas DI futuro de 180 dias e Selic de um dia. A inclinação média da curva de juros se eleva gradualmente para acima de 100 p.b. ao final de 2002;

6. a trajetória para a taxa de juros dos *fed funds*, projetada com base nos vencimentos dos contratos futuros, foi alterada para refletir uma taxa média de 1,75% no primeiro trimestre de 2002, que se eleva para 2,6% no quarto trimestre de 2002;

7. para o prêmio de risco soberano, utilizando-se o Bônus Global 04, projeta-se uma trajetória de estabilidade em nível de 650 p.b..

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método de médias aparadas simétricas, apresentou uma redução significativa em janeiro, passando de 0,77% em dezembro para 0,52%. Nos últimos 12 meses, esse núcleo registrou variação de 7,58%. Por sua vez, o núcleo de inflação do IPC-BR, calculado pelo método de médias aparadas simétricas, apresentou pequeno aumento, passando de 0,71% em dezembro para 0,73% em janeiro. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registrou variação de 7,40%. O núcleo de inflação calculado por exclusão dos preços administrados - considerando o conjunto ampliado desses itens com peso de 30,5% no IPCA em janeiro - e dos alimentos no domicílio registrou uma variação de 0,50% em janeiro, com variação acumulada em 12 meses de 5,61%.

A variação acumulada pelo IPCA em 12 meses registrou 7,62%, refletindo uma contribuição dos preços livres de 4,60% e dos preços administrados por contrato e monitorados de 3,02%. Em 2002 e 2003, espera-se que os preços administrados por contrato e monitorados aumentem 5,7% e 3,8%, com contribuição direta de 1,7 e 1,2 p.p..

Em relação à política fiscal, mantém-se a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário para o setor público consolidado que constam do Programa Econômico do Governo. Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

Dos exercícios de simulação com diversas especificações do modelo estrutural, concluiu-se que a manutenção da taxa de juros em 19,0% ao ano e da taxa de câmbio no patamar que prevalecia na véspera da reunião do Copom apontam para uma inflação em 2002 ao redor de 4%. Para 2003, a inflação projetada pelo modelo estrutural com base na hipótese de manutenção da taxa de juros e câmbio constantes no nível atual está abaixo do centro da meta de 3,25%.

Diretrizes de política monetária

A inflação medida pelo IPCA, após ter atingido 0,83% em outubro, vem se reduzindo continuamente nos últimos três meses, atingindo 0,52% em janeiro. O núcleo de inflação medido pelo método das médias aparadas também caiu em janeiro para 0,52%. Essa tendência deve sustentar-se à medida que houver a reversão dos efeitos negativos representados pelos aumentos dos preços administrados por contrato e monitorados, pelos fatores climáticos adversos e pela pressão para recomposição das margens de lucro. Esses efeitos têm sido responsáveis pela trajetória de queda da inflação mais lenta que a esperada.

De fato, apesar da redução significativa dos preços da gasolina no início do ano - a gasolina registrou redução de 9,9% no IPCA em janeiro e 14,4% até 9 de fevereiro, conforme levantamento da Agência Nacional de Petróleo - a inflação dos preços administrados por contrato e monitorados não recuou tanto quanto se esperava devido aos reajustes de outros preços administrados por contrato e monitorados. O gás de bujão (GLP), que aumentou 17,9% em função da eliminação dos subsídios, e outros itens, que embora tenham peso reduzido no índice, influenciaram as projeções. São exemplos: os aumentos de 15% nas passagens de ônibus urbano de Belo Horizonte, de 23,0% no valor do imposto predial em São Paulo e de 10,4% em Porto Alegre.

A pressão por recomposição de margens de lucro (e repasse cambial) pode diminuir devido a alguns fatores importantes. Em primeiro lugar, pela expansão moderada do crédito que registrou baixa taxa de crescimento nos últimos meses. Em segundo lugar, o aumento dos investimentos observado nos últimos anos, em especial no ano passado, tem tido o efeito de aumentar a capacidade produtiva da economia. Essa tendência, associada à existência de capacidade ociosa na indústria - a utilização da capacidade na indústria atingiu 79,5% em janeiro de 2002 pelo índice da FGV e 78,6% em dezembro de 2001 pelo índice da CNI, níveis mais baixos que os observados em 2001 - e à ausência de pressões de demanda advindas da massa salarial real, indica que a expansão da economia pode ocorrer sem que se observem pressões adicionais sobre a inflação. Além disso, o fim do racionamento de energia elétrica deverá também ampliar o potencial de crescimento do produto. Finalmente, as expectativas de inflação coletadas pelo Grupo de Comunicação Institucional (GCI) do Banco Central

estão praticamente estáveis em 4,8% para 2002 e 4,0% para 2003.

O cenário externo tem melhorado mas requer atenção. Há a possibilidade de que a recuperação da economia dos Estados Unidos se inicie já no primeiro semestre. No entanto, o desenrolar da crise argentina e os desdobramentos da situação interna de outros países latino-americanos merecem monitoramento. As flutuações moderadas da taxa de câmbio e a estabilidade do risco Brasil indicam que o efeito das incertezas no cenário internacional não vem se agravando.

A administração do sistema de metas para a inflação requer do Copom um esforço de entendimento e quantificação dos vários choques inflacionários de forma a se calibrar adequadamente a política monetária. As projeções do Banco Central que apontam para uma inflação em torno de 4% em 2002 incluem a contribuição para o IPCA do efeito primário do choque advindo dos preços administrados por contrato e monitorados e da inércia inflacionária herdada de 2001, como descrito na Carta Aberta ao Ministro da Fazenda datada de 16 de janeiro. Estima-se que a contribuição para o IPCA em 2002 do efeito primário do choque de preços administrados por contrato e monitorados - o valor que excede a meta de inflação, uma vez deduzidos o impacto do repasse cambial e da inércia sobre os preços administrados por contrato e monitorados - seja de até 0,5 p.p. Assim sendo, o desvio entre a inflação projetada e o centro da meta para 2002 é aproximadamente equivalente à contribuição do choque primário dos preços administrados por contrato e monitorados. Este desvio não deve ser necessariamente corrigido pela política monetária na medida em que esta deva ser orientada no sentido de eliminar apenas o efeito secundário dos choques de oferta sobre a inflação, preservando o realinhamento inicial dos preços relativos.

Além disso, em função da magnitude dos choques de oferta ocorridos em 2001, o Copom entende que o prazo apropriado para se eliminar a inércia herdada pode se estender além do ano calendário. Estima-se que a inércia inflacionária advinda da parte da inflação que excedeu a meta inflacionária em 2001 deve contribuir com mais 0,7 p.p para o IPCA de 2002. Parte dessa inércia será eliminada em 2003.

Dos dois parágrafos acima conclui-se que, dadas as informações disponíveis, a política monetária deve mirar numa inflação entre 4,0 e 4,5%, dentro do intervalo da meta de 2002. Como a projeção do Copom está em torno do limite inferior desse intervalo, em princípio, a política monetária poderia ser flexibilizada.

Esse tratamento dado aos choques de oferta baseia-se na visão de que, passados os efeitos diretos dos choques e reprimidos seus efeitos secundários, a inflação retornaria à sua trajetória desejada. A consistência desta visão pode ser testada por meio de um exame da projeção de inflação além do ano corrente. Nessa linha, alguns países administram choques de oferta examinando a projeção de inflação para 18 a 24 meses adiante e calibrando a política monetária para que a inflação projetada convirja para a meta nesse horizonte de tempo. No nosso caso, a projeção de inflação para 2003

abaixo do centro da meta reforça a recomendação de que, à medida que se confirme esse cenário, a política monetária poderia ser flexibilizada.

Na medida em que a política monetária opera com defasagens, suas decisões devem considerar não somente a evolução passada das variáveis relevantes, mas essencialmente o seu comportamento futuro. A projeção de inflação futura do Copom embute maior ou menor grau de imprecisão dependendo da conjuntura observada. Neste sentido, parte dos membros do Copom interpretaram o cenários interno e externo, incluindo a queda recente da inflação, como evidência suficiente para confirmar a projeção de queda da inflação em direção à trajetória de suas metas. Outros membros, no entanto, consideraram que esses sinais são preliminares e que ainda há necessidade de uma maior consolidação do cenário econômico que poderá ocorrer no futuro próximo.

Ao final, o Copom decidiu, por maioria de cinco a três, reduzir a meta para a taxa de juros Selic para 18,75% ao ano.

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 19 de março de 2002, às 15:00 h, para as apresentações técnicas e no dia seguinte, às 16:30 h, para deliberar sobre as diretrizes de política monetária, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do Copom, divulgado pelo Comunicado nº 8.911, de 3.10.2001, do Banco Central.

Glossário

a.a. ao ano

a.m. ao mês

ac.12m. acumulado em 12 meses.

ac.a. acumulado no ano

ACC Adiantamento de Contrato de Câmbio

BM&F Bolsa de Mercadorias & Futuros

CDI Certificado de Depósito Interfinanceiro

CETIP Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos

CNI Confederação Nacional da Indústria

CPMF Contribuição sobre Movimentação Financeira

CSLL Contribuição sobre o Lucro Líquido

DI Depósito Interfinanceiro

FCESP Federação do Comércio do Estado de São Paulo

FED *Federal Reserve System*

FOMC *Federal Open Market Committee*

FRA *Forward Rate Agreement*

IBGE Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IF Instituição Financeira

IGP-DI Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna

IIC Índice de Intenções do Consumidor

IPA Índice de Preços por Atacado

IPC Índice de Preços ao Consumidor

IPCA Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPCH Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado

IPP Índice de Preços ao Produtor

IR Imposto sobre a Renda

IRF-M Índice de Renda Fixa de Mercado

IRRF Imposto sobre a Renda Retido na Fonte

NAPM *National Association of Purchasing Managers*

NTN-D Notas do Tesouro Nacional - série D

p.b. pontos-base

p.p. ponto percentual

PEA População Economicamente Ativa

PIB Produto Interno Bruto

STN Secretaria do Tesouro Nacional

Medidas de política econômica

Medidas relacionadas ao sistema financeiro e ao mercado de crédito

Resolução 2.917, de 19.12.2001 - facultou a criação de fundos de investimento extramercado exclusivos, podendo seus recursos serem direcionados para a realização de operações em mercado de derivativos com o objetivo de minimizar os riscos associados ao descasamento, de prazos e indexadores, entre os ativos do fundo e os passivos dos cotistas, proporcionando flexibilidade a investidores específicos, com real necessidade de cobertura de risco.

Resolução 2.920, de 26.12.2001 – estabeleceu, no âmbito do programa de contingenciamento de crédito ao setor público, limite adicional de R\$1.000.000.000,00 (um bilhão de reais), como valor global das operações de crédito contratadas a partir de 26.12.2001 ao amparo da Resolução 2.827, de 30.3.2001. Foi excluído do limite global o conjunto de operações nos termos do Programa de Modernização da Administração Tributária e da Gestão dos Setores Sociais Básicos (PMAT), com recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Resolução 2.921, de 17.1.2002 - facultou aos bancos múltiplos, bancos comerciais, Caixa Econômica Federal (CEF), bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento e as sociedades de arrendamento mercantil a realização de operações ativas vinculadas com base nos recursos disponibilizados por terceiros, observadas as seguintes condições:

- a) vinculação entre os recursos captados e a operação ativa correspondente, além de subordinação da exigibilidade desses recursos ao fluxo de pagamentos da operação vinculada;

- b) remuneração do ativo vinculado suficiente para cobrir os custos da operação de captação;
- c) compatibilidade entre os fluxos de caixa das operações ativa e passiva e prazo de captação igual ou maior que o da operação ativa vinculada;
- d) postergação de qualquer pagamento ao credor, inclusive encargos ou amortização, em caso de inadimplência da operação ativa correspondente.

Além das condições citadas, é vedada a prestação de qualquer tipo de garantia pela instituição financeira contratante ou por pessoa física/jurídica a ela ligada que componha o consolidado econômico-financeiro. As operações ativas vinculadas não são computadas na apuração dos limites de exposição por cliente, mas estão sujeitas aos demais limites operacionais e condições estabelecidos na legislação e regulamentação em vigor, inclusive os relativos à classificação de risco e constituição de provisões.

Resolução 2.922, de 17.1.2002 - dispôs sobre a aplicação de recursos das entidades de previdência complementar, das sociedades seguradoras e das sociedades de capitalização na aquisição de quotas de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios, observados os limites estabelecidos na regulamentação em vigor.

Circular 3.080, de 17.1.2002 - dispôs, no âmbito da regulamentação das atividades de agente autônomo de investimento prevista na Resolução 2.838, de 30.5.2001, que os empregados de instituições financeiras que exercem atividades semelhantes devem cumprir com as formalidades e condições estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no prazo máximo de um ano, contado a partir da data de autorização desse órgão.

Circular 3.082, de 30.1.2002 – visou harmonizar os critérios para registro e avaliação contábil de instrumentos financeiros derivativos com as práticas internacionalmente adotadas, permitindo melhor mensuração do patrimônio das instituições financeiras.

Resolução 2.931, de 14.2.2002 - tendo em vista a necessidade de se ajustar os procedimentos contábeis de avaliação dos fundos de

investimento financeiro e dos fundos de aplicação, em quotas de fundos de investimento, à nova metodologia adotada para classificação e avaliação dos títulos e valores mobiliários, atendendo também as exigências do Conselho de Gestão de Previdência Complementar (CGPC), manteve a obrigatoriedade de adoção de critério de avaliação dos ativos integrantes da carteira do fundo pelo seu valor de mercado, exceto nas hipóteses expressamente previstas na regulamentação do Banco Central.

Resolução 2.933, de 28.2.2002 - facultou, com vistas a prover o sistema financeiro de instrumentos modernos de gestão de risco, contribuindo para a redução do fator risco na composição do *spread* bancário, às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central a realização de operações de derivativos de crédito nas modalidades, formas e condições ora estabelecidas. Foram autorizados a atuar como contraparte receptora do risco de crédito os bancos múltiplos, os bancos comerciais, os bancos de investimento, a Caixa Econômica Federal (CEF), as sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário e as sociedades de arrendamento mercantil.

Circular 3.088, de 1.3.2002 - estabeleceu que a exigibilidade de recolhimento compulsório e encaixe obrigatório sobre depósitos judiciais deve ser cumprida, mediante a vinculação de títulos públicos federais, não havendo mais o cumprimento da exigibilidade em espécie ou em títulos públicos estaduais.

Circular 3.093, de 1.3.2002 - redefiniu regra de remuneração do encaixe obrigatório sobre os recursos de depósitos de poupança. A remuneração passa a ser efetuada à respectiva conta de recolhimento no dia útil seguinte ao encerramento diário da conta, calculada com base na Taxa Referencial (TR) de cada dia útil, válida para o período com término no dia correspondente do mês subsequente. No caso de inexistência do dia correspondente, será considerado como término do período o dia primeiro do mês posterior. A forma de cálculo anterior definia que a remuneração era com base na TR fixada para a data de ajuste, semanalmente às segundas-feiras, aplicada pelo número de dias úteis, segundo critério *pro-rata die* até o ajuste subsequente.

Circular 3.097, de 6.3.2002 - fixou novas datas de remessa das demonstrações financeiras, na forma prevista no Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (Cosif) a serem observadas pelas instituições financeiras, pelas demais instituições autorizadas a funcionarem pelo Banco Central e pelas administradoras de consórcio, a partir da data base de março de 2.002. Destaca-se que para as posições de trimestre os balancetes patrimoniais analíticos (Cadoc 4010 e 4020) deverão ser entregues até o último dia do mês subsequente, permanecendo o dia dezoito para as demais datas-base.

Medidas de política fiscal

Emenda Constitucional 33, de 11.12.2001 - estabeleceu que a contribuição de intervenção no domínio econômico poderá incidir sobre a importação de bens ou serviços recebidos do exterior, inclusive energia elétrica, serviços de telecomunicações, derivados de petróleo, combustíveis, ainda que o destinatário seja pessoa natural, que, no caso, poderá, na forma da lei, ser equiparada a pessoa jurídica.

Lei 10.331, de 18.12.2001 - determinou que para o exercício de 2002 o índice de revisão geral das remunerações e subsídios dos servidores públicos federais será de 3,5% (três vírgula cinco por cento). Excepcionalmente, em 2002 não serão deduzidos da revisão os percentuais concedidos no exercício anterior, decorrentes de reorganização ou reestruturação de cargos e carreiras, criação e majoração de gratificações ou adicionais de todas as naturezas e espécie, adiantamentos ou qualquer outra vantagem inerente aos cargos ou empregos públicos.

Lei 10.336, de 19.12.2001 - instituiu a Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) incidente sobre a importação e a comercialização de petróleo e seus derivados, gás natural e seus derivados, e álcool etílico combustível, a que se refere os art. 149 e 177 da Constituição Federal, com a redação dada pela Emenda Constitucional 33, de 11.12.2001.

O produto da arrecadação será destinada, na forma da lei orçamentária, ao:

- a) pagamento de subsídios a preços ou transporte de álcool combustível, de gás natural e seus derivados e de derivados de petróleo;
- b) financiamento de projetos ambientais relacionados com a indústria do petróleo e do gás;
- c) financiamento de programas de infra-estrutura de transportes.

Durante o ano de 2002, será avaliada a efetiva utilização dos recursos obtidos da Cide, e a partir de 2003 os critérios e diretrizes serão previstos em lei específica.

Lei 10.407, de 10.1.2002 - estimou a receita e fixou a despesa da União para o exercício financeiro de 2002, nos termos da Lei 10.266, de 24.7.2001 (Lei de Diretrizes Orçamentárias para o exercício de 2002 - LDO 2002) compreendendo:

- a) o Orçamento Fiscal;
- b) o Orçamento da Seguridade Social;
- c) o Orçamento de Investimento das empresas em que a União, direta ou indiretamente, detém a maioria do capital social com direito a voto.

A receita total estimada nos orçamentos Fiscal e da Seguridade Social é de R\$650,4 bilhões, discriminada como segue:

- a) R\$280,1 bilhões do Orçamento Fiscal, excluída a receita de operações com títulos públicos (refinanciamento da dívida pública federal) e incluída a parcela de contribuições sociais desvinculada por força da Emenda Constitucional 27, de 21.3.2000 (Desvinculação de Recursos da União - DRU), no valor de R\$20,3 bilhões;
- b) R\$149,8 bilhões do Orçamento da Seguridade Social;
- c) R\$220,5 bilhões correspondentes ao refinanciamento da dívida pública federal, interna e externa.

A despesa total fixada nos orçamentos Fiscal e da Seguridade Social é de R\$650,4 bilhões, assim discriminados:

- a) R\$262,9 bilhões do Orçamento Fiscal;

- b) R\$167,1 bilhões do Orçamento da Seguridade Social;
- c) R\$220,5 bilhões correspondentes ao refinanciamento da dívida pública mobiliária federal (R\$220,2 bilhões do Orçamento Fiscal e R\$289 milhões do Orçamento da Seguridade Social).

Medida Provisória 22, de 8.1.2002 - atualizou em 17,5% a tabela do imposto de renda incidente sobre os rendimentos das pessoas físicas, com vigência a partir de 1.1.2002. Da mesma forma, foram atualizados os valores das deduções anuais relativas a educação (passou de R\$1.700,00 para R\$1.998,00, por cada dependente) e a gastos com dependentes (passou de R\$1.080,00 para R\$1.272,00).

Com a atualização, a tabela progressiva mensal passou a ter as seguintes alíquotas e bases de cálculo:

- a) rendimentos até R\$1.058,00, alíquota zero;
- b) de R\$1.058,01 a R\$2.115,00, alíquota de 15%;
- c) acima de R\$2.115,00, alíquota de 27,5%.

Medida Provisória 25, de 23.1.2002 - facilitou o pagamento das dívidas dos fundos de pensão com a Receita Federal, reduzindo a carga tributária que incide sobre o segmento e viabilizando a adesão dos fundos à anistia oferecida pelo governo por meio da Medida Provisória 2.222/2001.

Em relação à MP 2.222/2001, a nova medida reduziu a base de cálculo de impostos devidos pelos fundos. Pelas novas regras, apenas as receitas administrativas, excluídas, portanto, as receitas para pagamento de benefícios, servirão como base de cálculo para o pagamento do Plano de Integração Social/Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (PIS/Cofins), tanto para os tributos a vencer, como em relação aos tributos passados.

No caso da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), a base de cálculo continua sendo o superávit dos fundos, mas agora excluídas as reservas de contingência, ou seja, a provisão de recursos para o caso de gastos imprevistos. Com isso, o superávit dos fundos será reduzido e, conseqüentemente, o pagamento da CSLL.

Resolução 40, de 20.12.2001, do Senado Federal - estabeleceu que a dívida consolidada líquida dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, ao final do décimo quinto exercício financeiro contado a partir do encerramento do ano de sua publicação (ou seja, ao final de 2016), não poderá exceder, respectivamente, a:

- a) no caso dos estados e do Distrito Federal: 2 (duas) vezes a receita corrente líquida;
- b) no caso dos municípios: a 1,2 (um inteiro e dois décimos) vez a receita corrente líquida.

Eventuais excedentes, em relação aos limites estabelecidos, deverão ser reduzidos, no mínimo, à proporção de 1/15 (um quinze avos) a cada exercício financeiro.

Resolução 43, de 20.12.2001, do Senado Federal - dispôs sobre operações de crédito interno e externo dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, inclusive concessão de garantias, seus limites e condições de autorização.

Entre as providências adotadas, encontra-se o impedimento para a realização das seguintes operações por esses dois níveis de governo:

- a) recebimento antecipado de valores de empresa em que o Poder Público detenha, direta ou indiretamente, a maioria do capital social com direito a voto, salvo lucros e dividendos, na forma da legislação;
- b) assunção direta de compromisso, confissão de dívida ou operação assemelhada, com fornecedor de bens, mercadorias ou serviços, mediante emissão, aceite ou aval de títulos de crédito, não se aplicando esta vedação a empresas estatais dependentes;
- c) assunção de obrigação, sem autorização orçamentária, com fornecedores para pagamento a *posteriori* de bens e serviços;
- d) realização de operação de crédito que represente violação dos acordos de refinanciamentos firmados com a União;
- e) concessão de qualquer subsídio ou isenção, redução da base de cálculo, concessão de crédito presumido, incentivos, anistias, remissão, reduções de alíquotas e quaisquer outros benefícios tributários, fiscais ou financeiros, que estejam em desacordo com dispositivos da Constituição Federal;

- f) cessão de direitos relativos a período posterior ao do mandato do chefe do Poder Executivo, em relação a créditos decorrentes de participação governamental obrigatória nas modalidades de *royalties*, participações especiais e compensações financeiras, no resultado da exploração de petróleo e gás natural, de recursos hídricos para fins de energia elétrica e de outros recursos minerais.

Decreto 4.120, de 7.2.2002 – promoveu corte de R\$12,4 bilhões nas despesas com investimento e outros custeios previstas no Orçamento da União para 2002. Além de algumas estimativas de arrecadação terem se tornado prematuramente defasadas, constatou-se que os gastos com pessoal e encargos ficarão acima do montante previsto na Lei Orçamentária Anual.

As novas estimativas de receita ficaram cerca de R\$9 bilhões abaixo do montante inicialmente previsto. As perdas mais pronunciadas deverão ocorrer na esfera do imposto de renda, R\$3,7 bilhões, devido à correção da tabela de retenção na fonte; nas receitas de concessão de serviços públicos, R\$3,4 bilhões; e no âmbito do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e Imposto de Importação, R\$1,6 bilhão, em razão do menor crescimento no nível da atividade econômica.

Do lado das despesas, constatou-se que a “rubrica pessoal e encargos sociais” deverá absorver, adicionalmente, R\$3,6 bilhões em razão de reajustes salariais nas áreas de educação e previdência social, de aumento do seguro desemprego e de gastos suplementares com sentenças judiciais.

Medidas relacionadas ao setor externo

Decreto 4.041, de 3.12.2001 – acresceu dispositivo ao art. 8º do Decreto 3.937, de 25.9.2001, que regulamenta a Lei 6.704, de 26.10.1979, que dispõe sobre o Seguro de Crédito à Exportação.

Circular Secex 58, de 21.11.2001 – distribuiu, entre as empresas que especifica, cota de importação de 50.000 veículos automotivos, no âmbito do Acordo de Preferência Comercial Brasil-México.

Decreto 4.056, de 14.12.2001 – alterou alíquota do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre os produtos que menciona (produtos industrializados de bens de informática e de telecomunicações).

Lei 10.336, de 19.12.2001 – instituiu a Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) incidente sobre a importação e a comercialização de petróleo e seus derivados, gás natural e seus derivados, e álcool etílico combustível, e dá outras providências.

Decreto 4.060, de 21.12.2001 – prorrogou o prazo para assunção pela União de responsabilidades civis perante terceiros no caso de atentados terroristas ou atos de guerra contra aeronaves de empresas aéreas brasileiras, conforme o disposto na Lei 10.309, de 22.11.2001, e dá outras providências.

Portaria Interministerial MAPA/MDIC 623, de 21.12.2001 – alterou critérios do Programa de Retenção do Café. Cancela a Portaria Interministerial MAA/MDIC 197, de 15.6.2001.

Resolução Camex 42, de 26.12.2001, retificada no DOU de 9.1.2002 – divulgou a Tarifa Externa Comum (TEC) com acréscimo temporário de 1,5%, a Lista de Exceção à TEC e a Lista de Convergência de Bens de Informática e Telecomunicações (BIT); bem como a nova Nomenclatura Comum do Mercosul (NCM) com base nas emendas à Nomenclatura do Sistema Harmonizado de Designação e de Codificação de Mercadorias. Revoga as Resoluções Camex 7, de 22.3.2001; 16, de 1.6.2001; 24, de 26.6.2001; 27, de 16.8.2001, 28 e 29, de 29.8.2001 e 35, de 1.11.2001.

Portaria ANP 312, de 27.12.2001 – regulamentou a importação de solventes.

Portaria ANP 313, de 27.12.2001 – regulamentou a importação de óleo diesel.

Portaria ANP 314, de 27.12.2001 – regulamentou a importação de gasolina automotiva.

Portaria ANP 315, de 27.12.2001 – regulamentou a exportação de derivados de petróleo.

Decreto 4.059, de 20.12.2001 – regulamentou a Lei 10.295/2001, que dispõe sobre a Política Nacional de Conservação e Uso racional de Energia.

Comunicado 9.229, de 31.1.2002 – dispôs sobre as operações de exportações brasileiras para a Argentina não cursadas no Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR).

Decreto 4.089, de 15.1.2002 – promulgou a Convenção Internacional do Café – AICAFÉ/2001.

Decreto 4.100, de 24.1.2002 – Dispôs sobre a execução do Protocolo de Adesão de Cuba ao Acordo-Quadro para a Promoção do Comércio mediante a Superação das Barreiras Técnicas ao Comércio, de 8.8.2001, entre Brasil, Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, México, Paraguai, Peru, Venezuela, Uruguai, por um lado, e de Cuba, por outro, em conformidade com o Tratado de Montevideu de 1980.

Resolução Camex 1, de 24.1.2002 (Ex-tarifários) – alterou, para 4%, até 31.12.2003, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os Bens de Capital e Bens de Informática e Telecomunicações (BIT) e sobre os Sistemas Integrados, especificados.

Decreto 4.117, de 6.2.2002 – dispôs sobre a execução do Quarto Protocolo Adicional ao ACE 39, entre Brasil e os países-membros da Comunidade Andina (Colômbia, Equador, Peru e Venezuela).

Medida Provisória 29, de 7.2.2002 – dispôs sobre a autorização para a criação do Mercado Atacadista de Energia Elétrica (MAE), pessoa jurídica de direito privado, e dá outras providências.

Medida Provisória 32, de 18.2.2002 – prorrogou a autorização de que trata a Lei 10.309, de 22.11.2001, que dispõe sobre a assunção pela União de responsabilidades civis perante terceiros no caso de atentados terroristas ou atos de guerra contra aeronaves de empresas aéreas brasileiras.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Armínio Fraga Neto

Presidente

Carlos Eduardo de Freitas

Diretor

Beny Parnes

Diretor

Edison Bernardes dos Santos

Diretor

Ilan Goldfajn

Diretor

Luiz Fernando Figueiredo

Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves

Diretor

Tereza Cristina Grossi Togni

Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros votantes

Armínio Fraga Neto

Presidente

Carlos Eduardo de Freitas

Diretor

Beny Parnes

Diretor

Edison Bernardes dos Santos

Diretor

Ilan Goldfajn

Diretor

Luiz Fernando Figueiredo

Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves

Diretor

Tereza Cristina Grossi Togni

Diretor

Membros não-votantes

Altamir Lopes

Chefe do Departamento Econômico (Depec)

Daso Maranhão Coimbra

Chefe do Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin)

Gustavo Alberto Bussinger

Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

José Antonio Marciano

Chefe do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban)

Sérgio Goldenstein

Chefe do Departamento de Operações de Mercado Aberto (Demab)

Siglas

a.a.	ao ano
a.m.	ao mês
Abimaq	Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos
ac.12m.	acumulado em 12 meses
ac.a.	acumulado no ano
ACC	Adiantamento sobre Contratos de Câmbio
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
Aladi	Associação Latino Americana de Integração
Anefac	Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
ANP	Agência Nacional de Petróleo
BAI	<i>Business Activity Index</i>
Banacci	<i>Grupo Financiero Banamex - Accival</i>
Banxico	<i>Banco de México</i>
BCE	Banco Central Europeu
BIT	Bens de informática e telecomunicações
BM&F	Bolsa de Mercadorias & Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESparr	BNDES Participações S. A.
BoJ	Banco do Japão
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
Cadin	Cadastro Informativo de Créditos Não-Quitados do Setor Público Federal
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
Camex	Câmara de Comércio Exterior
CBO	<i>Congressional Budget Office</i>
CCR	Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos
CDB	Certificados de Depósitos Bancários
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CDL	Crédito doméstico líquido
CEF	Caixa Econômica Federal
Cetes	Certificados do Tesouro
Cetip	Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos
CFT-E	Certificados Financeiros do Tesouro
CGPC	Conselho de Gestão de Previdência Complementar
Cide	Contribuição por Intervenção no Domínio Econômico
CMN	Conselho Monetário Nacional

CNI	Confederação Nacional da Indústria
Cofins	Contribuição Social para Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
Cosif	Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional
CPI	Índice de Preços ao Consumidor (<i>Consumer Price Index</i>)
CPMF	Movimentação ou Transmissão de Valores e de Crédito e Direitos de Natureza Financeira
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CUT	Custo Unitário do Trabalho
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Demab	Departamento de Operações do Mercado Aberto
Depec	Departamento Econômico
DI	Depósito Interbancário
DLSP	Dívida líquida do setor público
DOU	Diário Oficial da União
DRU	Desvinculação de Recursos da União
EMI	Estimador Mensal Industrial
FBCF	Formação bruta de capital fixo
Fecomercio SP	Federação de Comércio do Estado de São Paulo
Fed	Sistema da Reserva Federal (<i>Federal Reserve</i>)
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
Fiesp	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
FIF	Fundos de Investimento Financeiro
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FITVM	Fundos de investimento em títulos e valores mobiliários
FMI	Fundo Monetário Internacional
FMP	Fundos mútuos de privatização
FOMC	<i>Federal Open-Market Committee</i>
FRA	<i>Forward Rate Agreement</i>
Funcafé	Fundo de Defesa da Economia Cafeeira
GCI	Grupo de Comunicação Institucional do Banco Central do Brasil
GDDS	Sistema Geral de Disseminação de Dados
HCPI	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice Bovespa
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação
IF	Instituição financeira
IFO	Instituto de Pesquisas Econômicas (<i>Institute for Economic Research</i>)
Igae	Indicador global da atividade econômica
IGP-DI	Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços - Mercado
IIA	Índice de Intenções Atuais
IIC	Índice de Intenção do Consumidor
IIF	Índice de Intenções Futuras
IIF	<i>Institute of International Finance</i>

Imacec	Indicador Mensal de Atividade Econômica (<i>Indicador Mensual de Actividad Económica</i>)
Indec	<i>Instituto Nacional de Estadísticas y Censu</i>
INE	<i>Instituto Nacional de Estadísticas</i>
Inegi	<i>Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática</i>
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
Insee	<i>Institut National de la Statistique et des Études Économiques</i>
INSS	Instituto Nacional de Seguro Social
IPA	Índice de Preços por Atacado
IPA-DI	Índice de Preços por Atacado - Disponibilidade Interna
IPA-OG-PI	Índice de Preços por Atacado - Oferta Global - Produtos Industriais
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-Fipe	Índice de Preços ao Consumidor da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
Ipim	<i>Índice de Precios Internos al por Mayor</i>
IPM	<i>Índice de Precios al por Mayor</i>
IPP	Índice de Preços ao Produtor
IR	Imposto de Renda
IRF-M	Imposto de Renda Fixa de Mercado
IRRF	Imposto de Renda Retido na Fonte
Isac	Indicador Sintético de Atividade Industrial
Isae	Instituto de Estudos e Análise Econômica (<i>Istituto di Studi e Analisi Economica</i>)
ISM	<i>Institute for Supply Management</i>
IVA	Imposto de Valor Agregado
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
Lecops	Letras de Cancelamento de Obrigações Provinciais
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MAA	Ministério da Agricultura e Abastecimento
MAE	Mercado Atacadista de Energia Elétrica
MAPA	Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento
MDIC	Ministério do Desenvolvimento Indústria e Comércio Exterior
Mercosul	Mercado Comum do Sul
Moderfrota	Programa de Modernização da Frota de Tratores Agrícolas e Implementos Associados e Colheitadeiras
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
Nafta	Associação Norte-americana de Livre Comércio
NAPM	<i>National Association of Purchasing Managers</i>
NBCE	Notas do Banco Central - Série Especial
NCM	Nomenclatura Comum do Mercosul
NFSP	Necessidades de financiamento do setor público
NTN-C	Notas do Tesouro Nacional - série C
NTN-D	Notas do Tesouro Nacional - Série D
OFPUB	Sistema de Oferta Pública Formal Eletrônica
OMC	Organização Mundial do Comércio

Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAF	Programa de Assistência Financeira
Pasep	Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PLE	Patrimônio líquido exigido
PMAT	Programa de Modernização da Administração Tributária e da Gestão dos Setores Sociais Básicos
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PMI	Índice dos Gerentes de Compras (<i>Purchasing Managers Index</i>)
PNB	Produto Nacional Bruto
PPE	Parcela de Preço Específica
PPI	Índice de Preços do Produtor (<i>Producers Price Index</i>)
RCC	<i>Resolution and Collection Corporation</i>
Refis	Programa de Recuperação Fiscal
RGPS	Regime Geral da Previdência Social
RMSP	Região Metropolitana de São Paulo
SCC	Contrato de <i>Swap</i> Cambial com Ajuste Periódico
Simples	Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e das Empresas de Pequeno Porte
SIUP	Serviços industriais de utilidade pública
SPC	Serviço de Proteção ao Crédito
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
TEC	Tarifa Externa Comum
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TR	Taxa Referencial
UE	União Européia