

Relatório de Inflação

ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 3	n. 2	jun	2001	P. 1 - 178
-----------------------	----------	------	------	-----	------	------------

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 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 3, nº 2.

Controle Geral de Assinaturas

Banco Central do Brasil
Demap/Disud/Subip
SBS - Quadra 3 - Bloco B - Edifício-Sede - 2º Subsolo
Caixa Postal 8670
70074-900 - Brasília (DF)
Telefone: (61) 414-3165
Fax: (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 - Demanda agregada	11
1.1 - Consumo	11
1.2 - Crédito	13
Créditos com recursos livres	15
Crédito total do sistema financeiro	18
1.3 - Política monetária	22
Agregados monetários	22
Títulos públicos federais	23
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	25
Mercado de capitais	27
Aplicações financeiras	28
1.4 - Investimento	29
1.5 - Resultado fiscal do Governo Central	33
Necessidade de financiamento do setor público	34
Dívida líquida do setor público	41
Dívida mobiliária federal	42
1.6 - Demanda interna	42
1.7 - Saldo em transações correntes	43
Comércio de bens	43
Serviços e rendas	46
Conta financeira	48
1.8 - Conclusão	50
2 - Oferta agregada	53
2.1 - Agropecuária	53
Lavouras	53
Pecuária	54
2.2 - Indústria	54
Produção industrial	54
2.3 - Mercado de trabalho	60
Emprego	60
Salários e rendimentos	62
Custo unitário do trabalho e produtividade	63

2.4-	Produto Interno Bruto	64
2.5-	Conclusão	69
3 -	Economia internacional	71
3.1-	Estados Unidos	71
3.2-	Japão	74
3.3-	Área do Euro	77
3.4-	Economias emergentes	79
3.4.1-	Economias asiáticas	79
	China	79
	Coréia do Sul	80
3.4.2-	Turquia	82
3.4.3-	América Latina	83
	Argentina	83
	Chile	87
	México	89
3.5	Petróleo	89
3.6-	Conclusão	91
4 -	Preços	93
4.1-	Índices gerais	93
4.2-	Índices de preços ao consumidor	94
	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)	94
	Índice de Preços ao Consumidor – Fipe (IPC-Fipe)	95
4.3-	Preços administrados	96
4.4-	Expectativas de mercado	96
4.5-	Conclusão	101
5 -	Perspectivas para a inflação	103
5.1-	Determinantes da inflação	104
	Demanda agregada e oferta agregada	104
	Economia internacional	110
5.2-	Cenário principal: pressupostos e riscos associados	112
5.3-	Previsão da inflação	116
	Anexos	127
	Medidas de política econômica	157
	Apêndice	175

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 cinco capítulos: Demanda agregada, Oferta agregada, Economia internacional, Preços e Perspectivas para a Inflação. Com relação à demanda agregada, são analisados o consumo, os investimentos, a execução orçamentária e o hiato de recursos externos. Quanto à oferta, a análise centra-se no comportamento dos indicadores de produção dos setores agropecuário e industrial e do mercado de trabalho. No capítulo sobre economia internacional, apresenta-se uma análise do desempenho das principais economias, procurando-se identificar as condições que possam influenciar a economia brasileira, notadamente nas suas relações com o exterior. 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 independeram da ação governamental. Finalmente, analisam-se as perspectivas para a evolução da inflação.

Sumário executivo

O ritmo de atividade econômica permaneceu robusto ao longo do primeiro trimestre de 2001, período no qual a economia brasileira cresceu 4,13% em relação ao mesmo período do ano passado. Entre os setores do PIB destaca-se o crescimento da indústria, 5,09% em relação ao primeiro trimestre de 2000. Por outro lado, a agropecuária cresceu menos que o esperado na mesma base de comparação, 1,82%. O setor de serviços, que representa aproximadamente 60% do PIB, registrou crescimento de 2,76%, em relação ao mesmo período do ano passado. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística também divulgou nova estimativa para o PIB de 2000, com crescimento de 4,46%, revisando para cima a estimativa anterior de 4,20%.

No entanto, a piora acentuada dos cenários econômico e político internos desde o último *Relatório*, com o surgimento de novos fatores de incerteza, tende a reduzir a taxa de crescimento do PIB em 2001. Desde abril, já é possível perceber algum arrefecimento da atividade econômica, com queda na margem da produção de bens de consumo duráveis, especialmente eletrodomésticos, e do faturamento real do comércio varejista.

Com relação à taxa de inflação, a variação do IPCA permanece acima do esperado em 2001 e, até maio, acumula alta de 2,42% no ano. Apesar da queda da inflação em maio, espera-se aceleração no terceiro trimestre, fenômeno igual ao observado nos dois últimos anos, em decorrência da concentração de aumentos dos preços administrados.

É importante observar que a dinâmica da inflação em 2001, até maio, foi explicada, basicamente, por choques adversos conjunturais e não por desequilíbrios estruturais entre oferta e demanda. Entre esses choques, destaca-se a forte elevação do preço dos alimentos nos primeiros cinco

meses do ano, basicamente por problemas climáticos, situação que deve ser revertida nos próximos meses. Em que pese a forte desvalorização do real em 2001, os efeitos observados da desvalorização do câmbio sobre os preços ao consumidor ainda não foram significativos. A diminuição do ritmo de atividade econômica nos próximos meses também tende a dificultar novos repasses, mas a deterioração rápida das expectativas de inflação no período mais recente traz motivos de preocupação.

Como nos últimos *Relatórios de Inflação*, os principais focos de incerteza em relação às perspectivas para a taxa de inflação nos próximos dois anos referem-se à evolução do preço internacional do petróleo, ao comportamento dos preços administrados domésticos e ao ambiente econômico externo. Desde maio, porém, entraram em foco outros fatores: o racionamento de energia elétrica, a intensificação da instabilidade política interna e a depreciação acentuada da taxa de câmbio. O cenário básico analisado pelo Copom neste *Relatório* aborda esses tópicos com detalhes.

A mais nova fonte de incerteza é o choque derivado da limitação da oferta de energia elétrica no País, pois há grande dificuldade em se avaliar seus efeitos com o grau de precisão desejável. Em princípio, esse choque deve reduzir mais rapidamente a quantidade ofertada de bens e serviços do que a quantidade demandada. No entanto, como o racionamento de energia foi anunciado em maio e começou a vigorar em junho, houve algum tempo para sincronizar as reações da oferta e da demanda (devido às expectativas), de modo que o impacto direto líquido sobre os preços deve ser pequeno.

Além dos efeitos diretos, os potenciais desdobramentos políticos da crise de energia afetam a avaliação de risco do País, alterando as expectativas e repercutindo de forma adversa sobre a formação dos preços no mercado de câmbio. De fato, a taxa de câmbio vinha apresentando elevação gradual desde meados de 2000, acompanhando a evolução das incertezas externas. Porém, da segunda semana de maio até meados de junho, a dinâmica observada no mercado de câmbio alterou-se, com aceleração da depreciação do real fora de sintonia com o cenário econômico, assemelhando-se a um processo de bolha especulativa.

Essa auto-alimentação das expectativas de alta cambial poderia ter conseqüências bastante prejudiciais à economia, principalmente por alterar outros preços e as expectativas de inflação, distorcendo decisões de planejamento, consumo e investimento, e afetando os balanços das empresas. Quanto à inflação, além do impacto direto sobre preços de bens, a desvalorização cambial tem também um impacto indireto por meio dos preços administrados, notadamente os dos derivados de petróleo.

O leque de inflação apresentado neste *Relatório* aponta uma projeção central para o IPCA de 5,8% em 2001 e 3,0% em 2002. Essas projeções pressupõem que a taxa de juros básica permaneça constante ao longo do horizonte de previsão em 18,25% a.a., valor fixado pelo Comitê de Política Monetária na reunião de junho. O aumento expressivo da projeção central para 2001 em relação à do último *Relatório* deve-se à reestimação dos reajustes dos preços administrados, à rápida deterioração recente das expectativas inflacionárias associada às mudanças no ambiente econômico, e ao fato de a inflação ocorrida entre março e maio ter ficado acima da projeção anterior.

1 – Demanda agregada

1.1 – Consumo

O consumo situou-se em patamar elevado no primeiro quadrimestre do ano, em comparação ao de igual período do ano anterior. Os indicadores mais recentes, entretanto, têm mostrado arrefecimento do ritmo de expansão. Além do efeito estatístico relativo à base de comparação, essa perda de dinamismo é atribuída à deterioração das expectativas e das condições de crédito, desfavoravelmente impactadas pela elevação da inadimplência. Indicadores antecedentes do consumo sinalizam que essa desaceleração tende a intensificar-se nos próximos meses, já refletindo os efeitos da crise energética.

O faturamento real do comércio varejista em São Paulo recuou 3,9%, em maio, considerando dados ajustados sazonalmente. Embora apresentando nível de atividade 7,4% superior a igual período de 2000, maio constituiu o terceiro mês consecutivo em que o setor registrou desempenho negativo. Segundo a Federação de Comércio do Estado de São Paulo (FCESP), esse resultado reflete, principalmente, a redução nas vendas das concessionárias de veículos e nas vendas de bens de consumo duráveis, que registraram quedas de 9% e de 9,7%, respectivamente. Assinale-se que esses segmentos são os mais sensíveis às mudanças de expectativas e às variações nas condições de crédito. A Pesquisa Mensal do Comércio, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), também evidenciou redução do ritmo de atividade varejista, com o índice de volume de vendas registrando declínio de 0,7% no acumulado do ano até abril, ante crescimento de 2,2%, em janeiro, comparativamente a iguais períodos de 2000.

Além das pesquisas específicas relativas ao comércio, outros indicadores de vendas confirmaram o arrefecimento do consumo. Segundo a

Faturamento real do comércio varejista da RMSP

Discriminação	Variação percentual				
	2001				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai*
Mês^{1/}					
Geral	-1,62	1,31	-1,83	-1,51	-3,88
Bens de consumo	-0,17	3,16	-3,90	-0,16	-3,14
Duráveis	-3,38	4,56	-3,29	-2,71	-2,42
Semiduráveis	-5,95	5,92	-0,08	-4,26	8,11
Não-duráveis	1,78	0,28	-2,51	5,24	-9,67
Comércio automotivo	-10,76	8,44	-0,93	-15,55	-8,97
Material de construção	-4,69	-0,04	-0,37	-2,08	-1,98
Em 12 meses					
Geral	10,74	9,99	10,56	8,71	7,25
Bens de consumo	10,50	10,37	10,74	8,72	7,51
Duráveis	13,67	13,25	12,51	9,98	8,26
Semiduráveis	-36,49	-38,02	-38,65	-37,24	-34,89
Não-duráveis	16,47	16,79	18,19	15,88	14,10
Comércio automotivo	14,67	8,51	10,40	9,19	4,34
Material de construção	5,37	4,47	5,82	6,12	6,88

Fonte: FCESP

1/ Dessazonalizado.

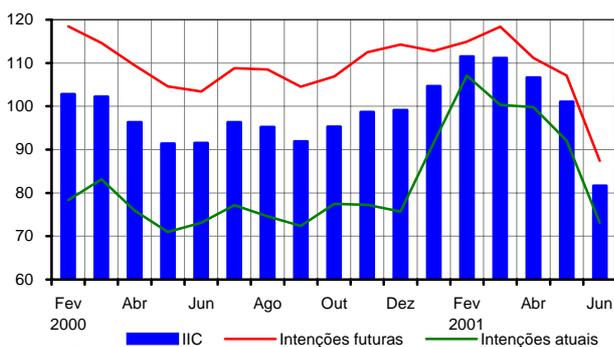
* Preliminar.

Consultas ao SPC e ao Telecheque

Discriminação	Variação percentual				
	2001				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Mês^{1/}					
SPC	5,89	-0,79	-2,00	-3,70	2,68
Telecheque	1,63	3,69	0,43	-1,03	-0,91
Agregado	4,27	1,68	-1,26	-2,38	0,85
Em 12 meses					
SPC	9,59	8,13	8,58	8,21	8,97
Telecheque	8,47	7,69	8,42	7,74	7,51
Agregado	9,00	7,90	8,50	7,96	8,21

Fonte: ACSP

1/ Dessazonalizado.

Índice de Intenções do Consumidor (IIC)

Fonte: FCESP

Associação Comercial de São Paulo (ACSP), as consultas ao Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) e ao Telecheque, que, em janeiro, registraram crescimentos de 25% e de 8,8% em relação a igual período de 2000, encerraram maio com expansões acumuladas no ano correspondentes a 12,3% e 4,9%, respectivamente. Nesse mês, a elevação das consultas ao SPC superou a queda nas dirigidas ao sistema Telecheque, de forma que o indicador consolidado aumentou 0,9%, descontadas as influências sazonais.

Indicadores mais gerais, como o número de operações realizadas com cartões de crédito e cheques compensados também revelaram desaceleração da demanda. Assim, o total das transações, que crescera 6,4% no primeiro bimestre, ante igual período de 2000, expandiu-se 1,2% quando considerados os primeiros cinco meses do ano, refletindo crescimentos de 4,2% no número de transações com cartões de crédito e de 0,1% no de cheques compensados.

A evolução recente das vendas reflete, em parte, a percepção dos consumidores. O Índice de Intenção dos Consumidores (IIC) apurado pela FCESP, que desenha trajetória decrescente desde fevereiro deste ano, registrou declínio acentuado em junho, quando situou-se em 81,7, ante 101,07 em maio. Essa evolução está associada à deterioração do ambiente econômico internacional e à crise política interna, que, segundo a FCESP, se intensificou após o anúncio da necessidade de redução no consumo de energia elétrica. No que diz respeito aos componentes do índice, a retração mais intensa, 20,6%, ocorreu no componente intenções atuais, que representa 40% do índice, ante queda de 18,4% no que se refere às condições futuras. Assinale-se que em junho de 2000 o IIC registrara 91,52.

Juros médios praticados no comércio

Discriminação	Taxa mensal					
	2001	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Juros médios		6,80	6,76	6,77	6,82	6,85
Por redes						
Grandes		5,83	5,77	5,85	5,85	5,92
Médias		7,16	7,11	7,09	7,09	7,12
Pequenas		7,85	7,80	7,76	7,76	7,79

Fonte: Anefac

Indicadores de inadimplência

Discriminação	Taxa					
	2001	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
SPC (SP) ^{1/}		9,30	9,77	9,26	9,41	8,13
Cheques devolvidos ^{2/}		4,17	4,05	5,18	4,75	5,17
Teledata (RJ) ^{3/}		1,89	1,92	1,92	1,33	1,19
Teledata (Nacional) ^{4/}		2,12	2,18	3,02	2,46	2,34

Fonte: ACSP, Bacen, Teledata, Abad e Anefac

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.

Interrompendo trajetória de queda iniciada em março de 1999, a taxa de juros média praticada no comércio voltou a elevar-se, passando de 6,77% a.m. em março, para 6,82% a.m. em abril e 6,85% em maio, comportamento determinado, em parte, pela elevação da taxa Selic e pela inadimplência no setor. Em maio de 2000, a taxa alcançara 7,47%.

Os indicadores de inadimplência, ao longo de 2001, têm apresentado níveis sucessivamente superiores aos registrados em 2000. Assim, a média da taxa de inadimplência junto ao Serviço de Proteção ao Crédito em São Paulo, mensurada pela relação entre os novos registros, líquidos de cancelamentos, e o número de consultas ao SPC, elevou-se de 7,4%, nos cinco primeiros meses de 2000, para 9,2%, em igual período de 2001. Observe-se, entretanto, a contração na taxa em maio, relativamente a abril, 8,1% e 9,4%, na ordem, refletindo, possivelmente, a elevação do salário mínimo. No que se refere à proporção dos cheques

devolvidos por insuficiência de fundos relativamente ao total dos cheques compensados, nos primeiros cinco meses de 2000 essa relação se situara em 3,6%, comparativamente a 4,7% em igual período de 2001.

1.2 – Crédito

A manutenção de condições macroeconômicas favoráveis, até meados de março, quando prevaleciam expectativas de dinamização da atividade econômica e manutenção da trajetória decrescente das taxas básicas de juros, concorreu para a expansão do crédito contratado, principalmente com recursos livres.

As incertezas advindas da conjuntura internacional, contudo, induziram à elevação das taxas básicas da economia que, associada à expansão dos riscos de crédito e de mercado determinou o incremento do custo

para o tomador final, arrefecendo a velocidade de crescimento do crédito com recursos internos.

Nesse contexto, o saldo total de crédito concedido pelo sistema financeiro, envolvendo as operações com recursos livres e direcionados, alcançou R\$ 346,5 bilhões em maio, com crescimento de 5,9% no trimestre e de 15,8% em 12 meses.

O volume de empréstimos concedido com recursos livres, com representatividade de 52,4% do estoque total, atingiu R\$ 181,4 bilhões, revelando expansão de 12% no trimestre. Esse desempenho foi influenciado pelo crescimento de 11,1% nos créditos destinados a pessoas jurídicas, sobressaindo-se as operações referenciadas em moedas estrangeiras, como adiantamentos sobre contratos de câmbio (ACC) e repasses com recursos externos, os quais apresentaram evolução de 15,7% no trimestre. Ressalte-se que a participação das operações lastreadas em moeda estrangeira no total relativo a pessoas jurídicas aumentou de 34,5%, em fevereiro, para 35,9% em maio, com o saldo alcançando R\$ 42,1 bilhões. As operações com pessoas físicas apresentaram crescimento de 13,6% no trimestre, tendo se destacado as operações para aquisição de veículos e de crédito pessoal, com expansões de 17,7% e de 14,9%, respectivamente.

Com relação às operações de crédito com recursos direcionados, a participação desse segmento no total concedido registrou declínio de 42,7%, em fevereiro, para 40% em maio, revelando contração de 0,7% no trimestre.

Esse comportamento foi condicionado pela redução de 1,8%, no trimestre março-maio, nos financiamentos concedidos ao setor privado pelo BNDES, devido à liquidação de operações contratadas com os setores industrial e outros serviços, em abril. As operações envolvendo os financiamentos habitacionais mantiveram tendência contracionista, tendo registrado queda de 1,1% no trimestre.

Os empréstimos destinados ao setor público apresentaram crescimento de 10% no trimestre, correspondendo, basicamente, aos desembolsos efetuados para viabilizar o equilíbrio atuarial previdenciário de empresas estaduais de saneamento básico, que estão em processo de privatização. A participação relativa das operações de arrendamento

Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões				
	2001				Var. trim.
	Fev	Mar	Abr	Mai	%
Total	327,3	335,8	340,9	346,5	5,9
Recursos livres	162,0	170,2	176,1	181,4	12,0
Pessoa jurídica	105,7	110,8	115,0	117,4	11,1
Cambiais	36,4	39,3	41,9	42,1	15,7
Pessoa física	56,3	59,4	61,1	63,9	13,6
Direcionados	139,7	139,3	138,6	138,7	-0,7
Habitação	48,1	48,1	47,8	47,5	-1,1
Rural	27,8	27,9	28,2	28,4	2,0
BNDES	58,6	60,4	59,2	60,7	3,6
Outros	5,2	2,9	3,5	2,1	-59,7
Leasing	13,4	13,2	13,0	13,0	-3,2
Setor público	12,2	13,1	13,2	13,4	10,0

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

Período		% a.a.		
		Média do mercado	Pessoa jurídica	Pessoa física
2000	Jan	43,4	29,6	66,4
	Fev	45,8	31,1	68,6
	Mar	41,7	28,0	61,3
	Abr	41,6	27,6	60,9
	Mai	39,3	26,2	56,8
	Jun	38,4	20,0	58,8
	Jul	37,5	19,3	56,8
	Ago	37,4	18,9	55,8
	Set	37,1	18,4	55,1
	Out	36,9	18,1	54,7
	Nov	35,7	17,6	52,5
	Dez	35,8	19,4	51,3
2001	Jan	34,2	17,9	48,6
	Fev	37,0	19,7	51,4
	Mar	35,4	19,2	48,3
	Abr	37,7	20,7	50,7
	Mai	37,4	20,4	49,6

mercantil reduziu-se de 4,1%, em fevereiro, para 3,8% em maio, acumulando taxa negativa de 3,2% no trimestre, refletindo, ainda, o processo de liquidação das operações referenciadas em moeda estrangeira, associado ao menor número de novos contratos no período, principalmente com pessoas físicas.

Crédito com recursos livres

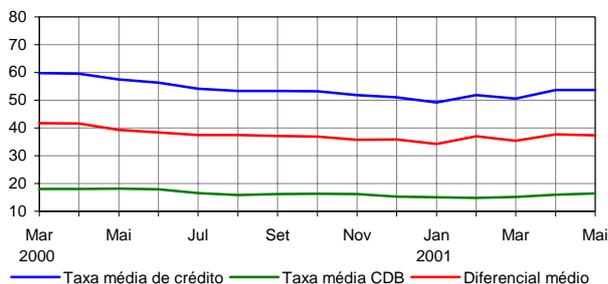
As taxas de juros das operações de crédito realizadas a taxas livres reverteram a tendência de queda observada desde outubro de 1999, elevando-se no período de março a maio. O aumento no custo dos recursos pode ser atribuído à alta volatilidade dos juros no mercado futuro e de câmbio, bem como ao acréscimo de 1,5 ponto percentual (p.p.) na meta para a taxa Selic. Nesse contexto, a média ponderada das taxas de juros praticadas no mercado subiu 2 p.p. em maio, atingindo 53,8% a.a., ao mesmo tempo em que o custo médio de captação, tomando-se por base os Certificados de Depósitos Bancários (CDB), aumentou de 14,8% a.a. para 16,4% a.a. Em consequência, o diferencial médio entre taxas ativas e passivas apresentou incremento de 0,4 p.p.

Nas operações com pessoas jurídicas, o diferencial entre as taxas aumentou 0,7 p.p., atingindo 20,4% a.a. A modalidade de conta garantida, que pode ser caracterizada como de curto prazo, mostrou-se mais sensível às instabilidades conjunturais, registrando

aumento no diferencial de 3,1 p.p., o mais expressivo no período. As operações de crédito de prazos mais longos, representadas pelas modalidades de aquisição de bens e de capital de giro, registraram aumento de 0,6 p.p. e redução de 0,5 p.p. nos respectivos diferenciais. Esse comportamento reflete tendência de menor volatilidade, devido às garantias oferecidas pelos tomadores, mas também sinaliza expectativas

Diferencial entre taxas de juros de operações de crédito - média do mercado

% a.a.

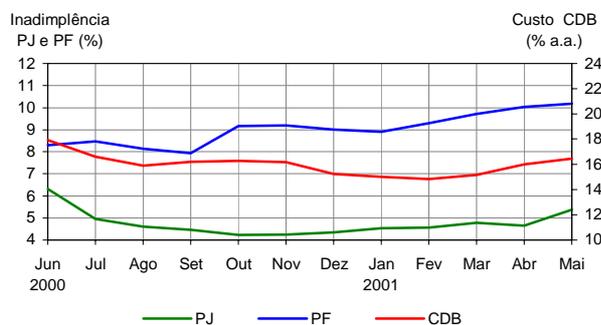


do mercado no sentido de que os impactos das atuais adversidades macroeconômicas reduzam-se no médio e longo prazos.

O diferencial médio entre taxas de aplicação e captação nas operações envolvendo pessoas físicas atingiu 49,6% a.a. em maio, com contração de 1,8 p.p. em relação a fevereiro devido, fundamentalmente, à redução de 6,3 p.p. no diferencial relativo ao cheque

especial. Nessa modalidade, em que se pratica taxas prefixadas mais elevadas, em meados de março houve corte de 5 p.p. na taxa média, que recuou para 145% a.a., mantendo-se nesse patamar até o final de maio. No período, o segmento de financiamento a veículos e outros bens foram os mais afetados pelos aumentos nos custos de captação, registrando altas de 1,4 p.p. e de 4,3 p.p., respectivamente, no diferencial entre as taxas de captação e de empréstimo.

Taxa de inadimplência e custo de captação (CDB)



Em decorrência das elevações do custo de captação e do risco de crédito, a inadimplência, um dos principais componentes do custo de crédito bancário, elevou-se no trimestre, com a média de atrasos acima de 15 dias em relação ao saldo total prefixado evoluindo de 7,4%, em fevereiro, para 8,3%, em maio. Nas operações com pessoas jurídicas, a taxa de atrasos cresceu de 4,8% para 5,4%, enquanto nas operações com pessoas físicas o nível médio de inadimplência

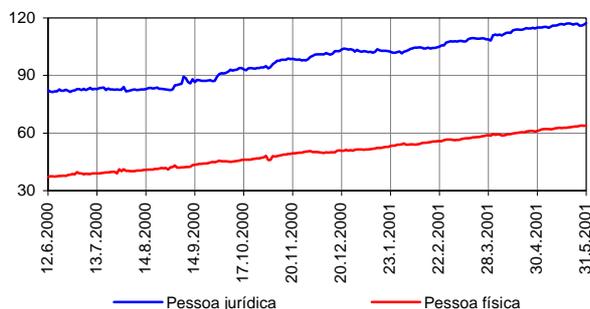
atingiu 10,2% em maio, com aumento de 0,9 p.p. relativamente à posição de fevereiro.

Diante das incertezas do mercado e do aumento das taxas de juros, verificou-se arrefecimento no processo de alongamento do prazo médio das operações com pessoas físicas, que elevou-se de 291 dias, em fevereiro, para 293 dias, em maio. Nesse período, o prazo médio nas operações com pessoas jurídicas foi reduzido de 98 para 93 dias.

O saldo total das operações de crédito com recursos livres, inclusive repasses externos, atingiu R\$181,4 bilhões em maio, o que representa crescimento de 12% em relação a fevereiro deste ano. As operações

Operações de crédito com recursos livres - saldo total

R\$ bilhões



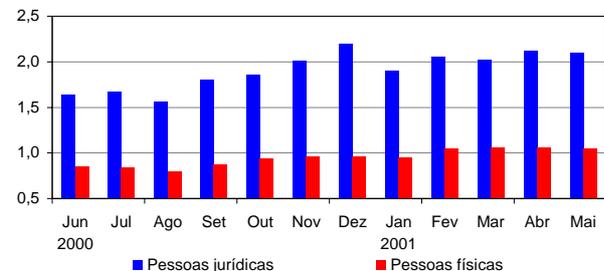
com pessoas jurídicas alcançaram R\$ 117,4 bilhões em maio, com variação de 11,1% no período, enquanto as realizadas com pessoas físicas expandiram 13,6% no trimestre março-maio, totalizando R\$ 64 bilhões.

A evolução do crédito a pessoas jurídicas foi determinada, principalmente, pelo comportamento das operações de ACC e de repasse de recursos externos, que apresentaram aumentos nominais de 20,7% e 10,6%, respectivamente, comparando-se com as posições de janeiro. O crescimento de aproximadamente R\$ 12 bilhões nos saldos dessas operações resultou da depreciação do real e do maior volume de concessões registrados no trimestre. Dentre as modalidades vinculadas no mercado doméstico destacaram-se as operações de aquisição de bens, que aumentaram 20% no trimestre, refletindo novos investimentos em face do aquecimento da atividade econômica.

Na parcela de crédito a pessoas físicas, as operações para aquisição de veículos e de crédito pessoal registraram os incrementos mais expressivos, de 17,7% e 14,9%, respectivamente, no trimestre março-maio. A respeito dos financiamentos de veículos, estes foram favorecidos pela estratégia do setor automobilístico de aumentar sua produção no ano 2000, com o intuito de atender o potencial de demanda por esses bens, o que resultou em expressivo volume de vendas nos primeiros meses de 2001, notadamente em março.

Operações de crédito com recursos livres - concessões médias^{1/}

R\$ bilhões



1/ Média diária das concessões.

As novas operações de crédito realizadas pelo sistema financeiro alcançaram média diária de R\$ 3,1 bilhões em maio, com aumento de 1,5% em relação a fevereiro. A análise das médias referentes aos meses de março a maio, demonstra pequena retração nas concessões, em março e maio, e moderado crescimento em abril. Esse movimento pode ser atribuído a fatores sazonais e ao aumento das incertezas quanto à evolução da conjuntura

econômica. Assinale-se que, em cenário de instabilidade, as instituições financeiras tornam-se mais exigentes na concessão de recursos e os tomadores tendem a restringir sua demanda por crédito.

As contratações realizadas por pessoas jurídicas, que respondem por aproximadamente 67% do total concedido, registraram, em maio, valor médio diário de R\$ 2,1 bilhões, com crescimento de 2,1% no trimestre março-maio. O acréscimo mais significativo, 17,7%, referiu-se às operações de repasse de recursos externos. Essas operações foram estimuladas pelas sucessivas depreciações da taxa de câmbio no período, que viabilizavam arbitragem da taxa de juros, decorrente da redução do custo de captação externa e do aumento das taxas de juros internas, e elevavam os recursos em moeda nacional obtidos a partir do mesmo montante de dólares contratado. Excluindo-se as operações cambiais, as concessões médias a pessoas jurídicas mantiveram-se estáveis no período, situando-se em torno de R\$ 1,7 bilhão.

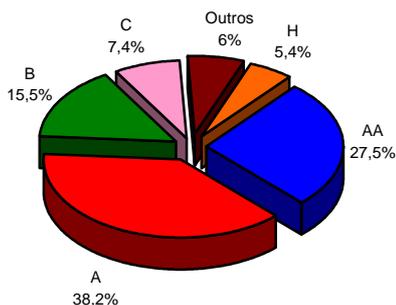
No tocante às pessoas físicas verificou-se, igualmente, estabilidade ao longo do período analisado, com o valor médio das concessões situando-se próximo a R\$ 1,1 bilhão.

Crédito total do sistema financeiro

O total das operações de crédito do sistema financeiro atingiu R\$ 346,5 bilhões em maio, representando crescimento de 5,9% no trimestre março-maio. Nesse período, a proporção do agregado em relação ao PIB elevou-se de 28,2% em fevereiro, para 28,9% em maio. Contribuíram para esse desempenho, a expansão dos empréstimos a pessoas físicas e às atividades produtivas, em especial, industrial e outros serviços.

A distribuição, por níveis de risco, do total da carteira de crédito das instituições financeiras, em maio, indica que R\$ 227,6 bilhões estão concentrados nos níveis AA e A, com participação relativa de 65,7%,

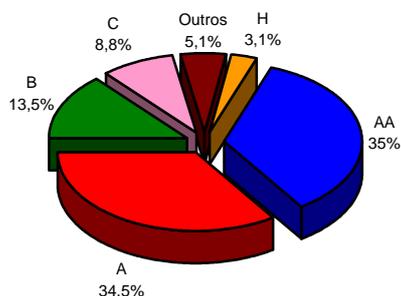
Operações de crédito do sistema financeiro por níveis de risco - maio 2001



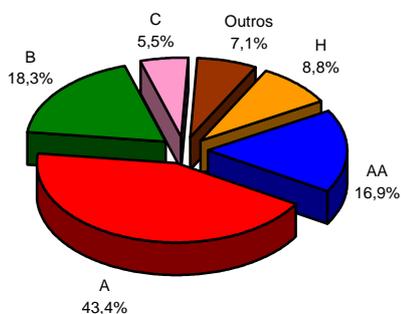
revelando crescimento de 7,1% em relação ao registrado em fevereiro. Relativamente ao nível H, a participação sobre o total concedido alcançou 5,4%, mantendo a proporção registrada em fevereiro.

O crédito total concedido pelo sistema financeiro privado atingiu R\$ 203,1 bilhões, com crescimento de 8,9% no trimestre março-maio, destacando-se

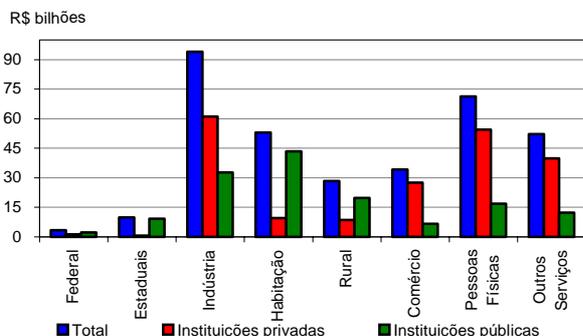
Operações de crédito do sistema financeiro privado por níveis de risco - maio 2001



Operações de crédito do sistema financeiro público por níveis de risco - maio 2001



Operações de crédito do sistema financeiro por tomadores - maio 2001



as operações com os segmentos pessoa jurídica e física, à exceção dos financiamentos habitacionais. Considerando-se a composição do risco de crédito, a concentração nos níveis AA e A situou-se em 69,5%, enquanto, no nível H, foram classificados 3,1% do estoque.

A carteira de crédito do sistema financeiro público alcançou R\$ 143,4 bilhões, o que representa crescimento de 1,9% no período. Na classificação por nível de risco, observou-se concentração de 60,3% nos níveis AA e A. Os créditos classificados no nível H, R\$ 12,6 bilhões, apresentaram elevação de 6,8%, com participação de 8,8% em maio, ante 8,4% em fevereiro, com maior crescimento do risco das carteiras habitacional e industrial.

Os créditos direcionados ao setor privado totalizaram R\$ 333,1 bilhões, com elevação de 5,7% no trimestre terminado em maio. O saldo de empréstimos a pessoas físicas atingiu R\$ 71,3 bilhões, com crescimento de 10,2% em maio, relativamente a fevereiro. Contribuíram para esse desempenho o aumento dos financiamentos para aquisição de veículos automotores e a expansão do crédito pessoal. As operações, por níveis de risco, estiveram concentradas nos níveis AA e A, 70,2%, com o nível H atingindo 4,9%.

O saldo dos créditos concedidos a outros serviços somou R\$ 52,2 bilhões, com elevação de 7,2% no trimestre. Registre-se que os empréstimos do sistema financeiro público a esse segmento apresentaram taxa de crescimento mais modesta, de 3,4%, refletindo as expressivas liquidações de operações com o BNDES em abril. Parcela significativa do crédito foi classificada no nível AA e A, 66,3%, enquanto os empréstimos com risco nível H representaram 3,3%.

No que concerne ao comércio, os créditos contratados alcançaram R\$ 34,2 bilhões, com acréscimo de 5,2% no trimestre. Do total dos

créditos para o setor, 66,6% estavam concentrados nos níveis AA e A e 3,5% no nível H.

As operações de crédito concedidas à indústria, com saldo de R\$ 93,9 bilhões, apresentaram crescimento de 7% desde fevereiro. Assinale-se que o sistema financeiro privado aumentou em 12,2% os empréstimos ao setor, com destaque para as operações referenciadas em moeda estrangeira – ACC e repasses de recursos externos. Nas instituições financeiras públicas, ao contrário, houve queda de 1,6% no estoque de crédito ao setor industrial, tendo em vista que, em abril, ocorreram liquidações de contratos equivalentes a R\$ 800 milhões. Por níveis de risco, os créditos classificados nos níveis AA e A passaram de 62,2% em fevereiro, para 64% em maio, enquanto no nível de risco H a participação relativa aumentou de 2,6% para 2,9%.

Os financiamentos ao setor rural, inclusive agroindústria, atingiram R\$ 28,4 bilhões, com crescimento de 2% no trimestre. Desse total, 60,5% estavam concentrados nos níveis AA e A, com saldo de R\$ 17,2 bilhões. Os créditos registrados no nível H alcançaram R\$ 1,5 bilhão em maio, com participação de 5,2%.

Por modalidades, os financiamentos para custeio representaram 48,6% dos créditos ao setor rural, apresentando elevação de 3,3% no trimestre março-maio. Os financiamentos para investimento, equivalentes a 44,2% do total, cresceram 3,4% no período, refletindo os desembolsos do sistema BNDES à agroindústria, que recebeu financiamentos 67,9% superiores aos de igual período do ano precedente. Os créditos para a comercialização, 7,2% do total, apresentaram crescimento de 4,5% no trimestre.

Em relação às fontes de recursos para a concessão de crédito rural, 54,2% originaram-se de aplicações obrigatórias, vinculadas aos depósitos à vista, enquanto as operações decorrentes de refinanciamentos e repasses constituíram 40,3%. O volume de créditos proveniente das aplicações livres e agroindustriais alcançou 5,5%.

Os desembolsos do sistema BNDES acumularam R\$ 5,7 bilhões de março a maio, ante R\$ 3,4 bilhões em igual período do ano 2000. O crédito concedido à indústria, que absorveu 67,8% dos recursos, registrou crescimento de 106,9%, na mesma base de comparação. O

fluxo de financiamento a serviços, inclusive comércio, cresceu 9% no trimestre. Importante ressaltar que, para o segundo trimestre deste ano, a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), taxa praticado na maioria das operações de crédito dessa instituição de desenvolvimento, foi mantida em 9,25% a.a.

O saldo dos financiamentos habitacionais a pessoas físicas e a cooperativas habitacionais alcançou R\$ 53 bilhões, o que representa diminuição de 1% no trimestre encerrado em maio. A trajetória descendente a partir de agosto de 2000, que proporcionou a queda acumulada de 13,6% no período, é explicada pela liquidação antecipada de contratos amparados pelo Fundo de Compensação de Variação Salarial (FCVS). A distribuição do risco dessa carteira de crédito registra concentração de 63,6% nos níveis AA e A e de 14,5% no nível de risco H.

Estatísticas disponíveis até abril de 2001, no entanto, revelam que o desembolso de financiamentos para aquisição e construção de imóveis somou R\$ 2 bilhões em 12 meses, ante R\$ 1,7 bilhão em igual período de 2000, significando crescimento de 18% no fluxo dessas operações. Esses recursos financiaram 38.160 unidades, expansão de 11,7% em relação ao período anterior. Em 12 meses, as aplicações em financiamento habitacional pelo sistema financeiro permaneceram acima da captação líquida da caderneta de poupança.

Os créditos ao setor público concedidos pelo sistema financeiro somaram R\$ 13,4 bilhões, representando acréscimo de 10% nos três meses encerrados em maio. A dívida bancária estadual e municipal registrou estoque de R\$ 9,9 bilhões, com expansão de 10,2%, devido, principalmente, a desembolsos efetuados para o equilíbrio atuarial da previdência de empresas de saneamento básico com lastro em ações, as quais já têm acordos previstos para suas privatizações. Por conseguinte, houve melhora no nível de risco da carteira, com os níveis AA e A elevando sua participação de 62,1%, em fevereiro, para 64,9%, em maio, enquanto no nível H, os créditos se mantiveram em 5,3%.

No que diz respeito aos créditos ao governo federal, foi registrada elevação de 9,3%, com o saldo atingindo R\$ 3,5 bilhões em maio. Esse desempenho foi influenciado pela contabilização de dívidas dos estados renegociada com a União, que ainda não foram objeto de emissão de

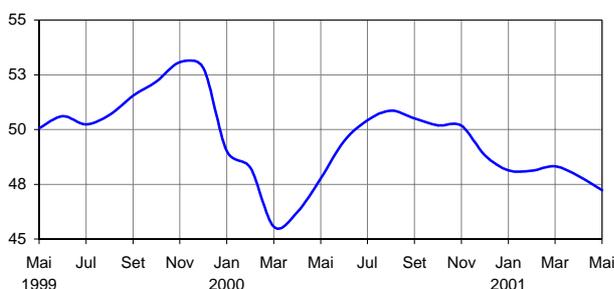
títulos federais. Adicionalmente, ocorreu liberação de recursos em operações de arrendamento mercantil e referenciados em câmbio para estatal do setor de energia e para construção de rodovias. Relativamente aos níveis de risco, a quase totalidade desses créditos permanece concentrada nos níveis AA e A, representando 74,4% da dívida desse segmento, com o nível H respondendo por 0,2%.

No trimestre março-maio, o estoque de provisões efetuado pelo sistema financeiro apresentou elevação de 3,3%, com o saldo atingindo R\$ 23,2 bilhões. A participação das provisões relativamente ao total de crédito concedido situou-se em 6,7%, ante 6,9% em fevereiro, declínio explicado pelo crescimento mais intenso dos créditos classificados com risco normal. Por segmentos, a participação das provisões do sistema financeiro privado em relação ao total de créditos alcançou 5,6%, enquanto nas instituições públicas, essa relação situou-se em 8,2%.

1.3 – Política monetária

Agregados monetários

PMPP sazonalmente ajustado - velocidade-renda^{1/}



^{1/} Definida como a razão entre o PIB acumulado de 12 meses e valorizado pelo IGP-DI e o saldo médio mensal do agregado monetário sazonalmente ajustado.

DV sazonalmente ajustado - velocidade-renda^{1/}



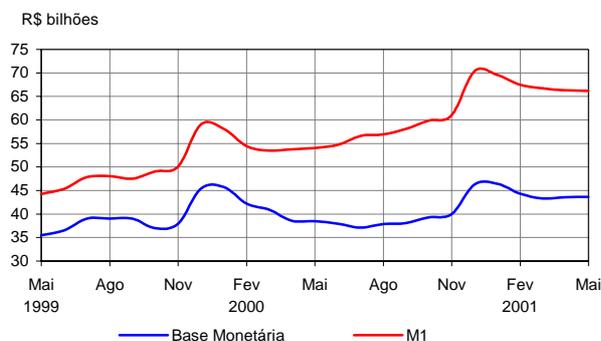
^{1/} Definida como a razão entre o PIB acumulado de 12 meses e valorizado pelo IGP-DI e o saldo médio mensal do agregado monetário sazonalmente ajustado.

Ao final de maio, a média dos saldos diários dos meios de pagamento, em seu conceito restrito, totalizou R\$ 66,4 bilhões, retraindo 5,7% comparativamente a dezembro. Enfocados seus componentes, o papel-moeda em poder do público apresentou redução da velocidade-renda, evidenciando crescimento do agregado acima do produto nominal. Os depósitos à vista, possivelmente em resposta ao ritmo de crescimento mais moderado das operações de crédito, revelaram tendência à estabilização da velocidade-renda.

O saldo médio diário da base monetária atingiu R\$ 43,7 bilhões em maio, revelando queda de 5,5% no ano. As reservas bancárias, a despeito da redução de 0,7% registrada nos depósitos à vista, cresceram 0,7% no mês, em consequência da defasagem temporal na demanda por reservas

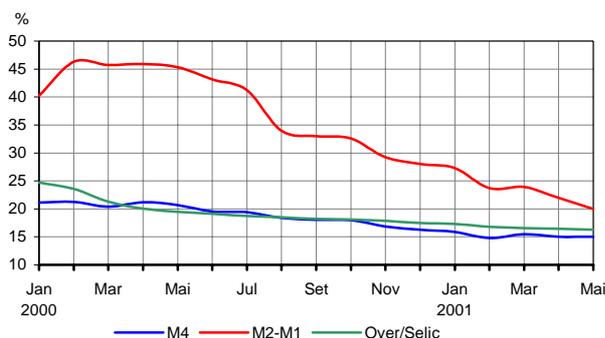
bancárias, dado o sistema vigente de recolhimentos compulsórios, que permite o cumprimento da exigibilidade no período de duas semanas.

Base monetária e M1 - média dos saldos diários



Os recolhimentos líquidos à conta única do Tesouro Nacional, excluídos os efeitos das operações com títulos, alcançaram R\$ 11,9 bilhões, compensando parcialmente a capitalização da dívida mobiliária.

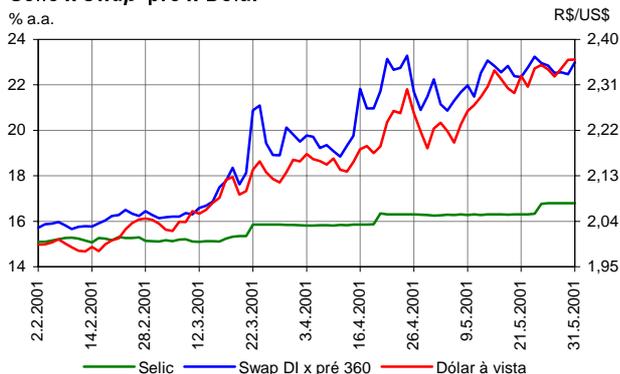
M4, Selic e M2-M1 - variação percentual em 12 meses



Os haveres financeiros mais amplos, correspondentes ao M4, cresceram no ano, até abril, 4,2%, situando-se em R\$ 667,8 bilhões, ante variação da taxa Selic efetiva de 4,8% no mesmo período. Esse resultado indica que houve apenas crescimento vegetativo do agregado, refletindo, provavelmente, a desaceleração do nível de expansão das operações de crédito, inibidas pelo incremento das taxas ativas. Dentre seus componentes, o saldo dos fundos de curto prazo elevou-se 11,7% no ano, enquanto os depósitos de poupança mantiveram-se estáveis. Note-se que parte desse incremento refere-se à transformação de outros fundos de renda fixa em fundos de curto prazo. Vale destacar, ainda, que o crescimento expressivo se deu até março, visto que a marcação a mercado da carteira dos fundos de renda fixa em abril, ajustando-se à elevação da taxa de juros, determinou a redução dos seus patrimônios, impondo perda de riqueza aos seus cotistas.

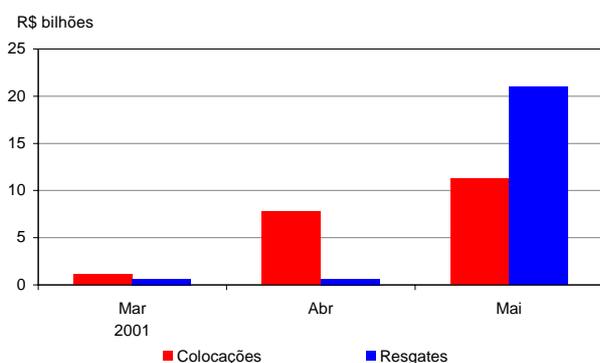
Títulos públicos federais

A elevação das taxas de juros no mercado futuro e a depreciação cambial, a partir da segunda quinzena de março, impuseram a interrupção

Selic x swap pré x Dólar

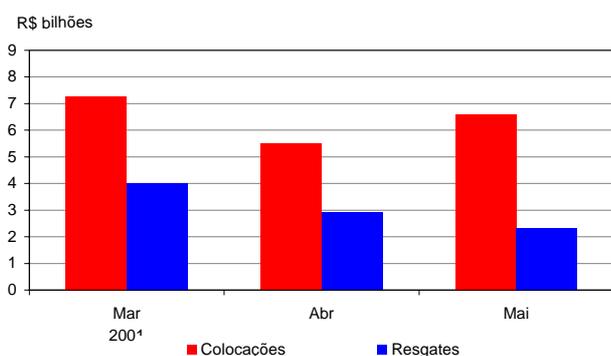
da estratégia de alongamento do prazo dos títulos públicos federais, bem como da reestruturação do perfil da dívida pública.

Nesse sentido, o cenário de expressiva volatilidade vigente nos últimos meses induziu os agentes a demandarem elevadas taxas de remuneração e maior proteção cambial, estimulando a colocação líquida de títulos pós-fixados, em abril, e de títulos cambiais, em abril e em maio, em detrimento da emissão de Letras do Tesouro Nacional (LTN).

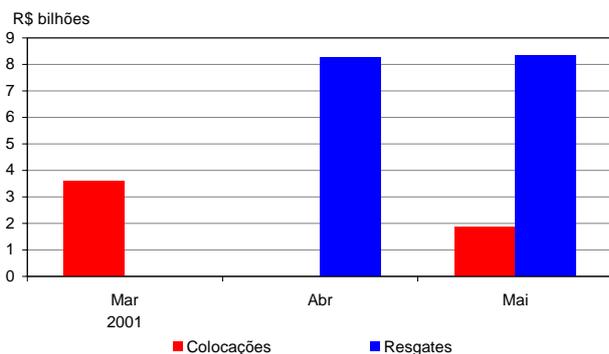
Títulos pós-fixados

Diante desse quadro, a colocação de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) apresentou-se como a melhor alternativa. Entre abril e maio, foram emitidos o equivalente a R\$ 20,2 bilhões, com deságios variando entre 0,03% e 0,16% a.a. Em consequência, a participação dos títulos pós-fixados no total da dívida pública elevou-se de 50,8%, em março, para 51,1%, em maio. No mesmo período, as LTN diminuíram sua participação relativa de 14,5% para 12,6%.

Em relação aos títulos com variação cambial (NBCE), no mesmo período, verificaram-se colocações superiores aos vencimentos, além de redução de prazos. Foram emitidos R\$ 19,4 bilhões de NBCE, diante de resgates próximos a R\$ 9,5 bilhões, com taxas médias máximas de 13,6% a.a. e mínimas de 8,35% a.a., acrescidas de variação cambial.

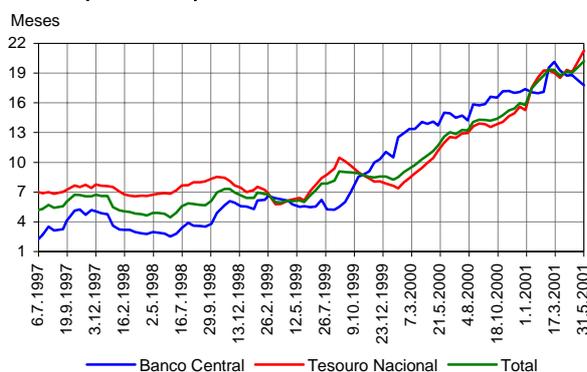
Títulos cambiais

A volatilidade das taxas de câmbio e a falta de liquidez no mercado de divisas justificaram intervenções do Banco Central por meio da oferta de títulos cambiais de curto prazo, entre 4 meses e 1 ano. A participação dessa modalidade de título público no total da dívida mobiliária situou-se em 24,4% ao final de abril, ante 23,2% em março de 2000.

Títulos prefixados

Em maio, o Tesouro Nacional retomou a oferta de títulos prefixados, mas em volume inferior ao de vencimentos, tendo em vista que as taxas médias de colocação apresentaram-se próximas a 21% a.a., ante 16% a.a. registradas em março, não obstante o menor prazo desses títulos, que passaram a ser ofertados com vencimento em 3 de outubro.

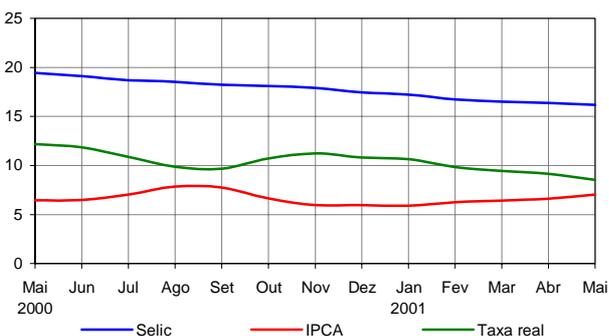
Registre-se a continuidade da oferta de NTN-C, título cuja remuneração é vinculada à variação do IGP-M, com prazos superiores a 10 anos. Como resultado dessas colocações de NTN-C, dos resgates líquidos de títulos pelo Tesouro Nacional e de colocações líquidas de NBCE, com prazos mais curtos, por parte do Banco Central, registrou-se comportamentos distintos quanto ao prazo médio dos títulos públicos federais emitidos em oferta pública.

Títulos públicos - prazo médio

O prazo médio dos títulos emitidos pelo Banco Central diminuiu de 18,8 meses, em abril, para 17,8 meses, em maio, enquanto os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional alcançaram 21,2 meses de prazo médio em maio, ante 19,1 meses em abril. O prazo médio total situou-se em 20,2 meses, com crescimento de 1,2 mês em relação ao de abril. A duração média dos títulos públicos atingiu 9,5 meses, mantendo-se praticamente estável na comparação com abril de 2000.

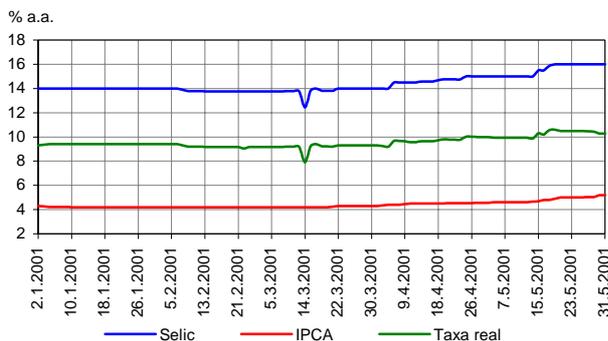
Taxa de juros real deflacionada pelo IPCA

% acumulado em 12 meses

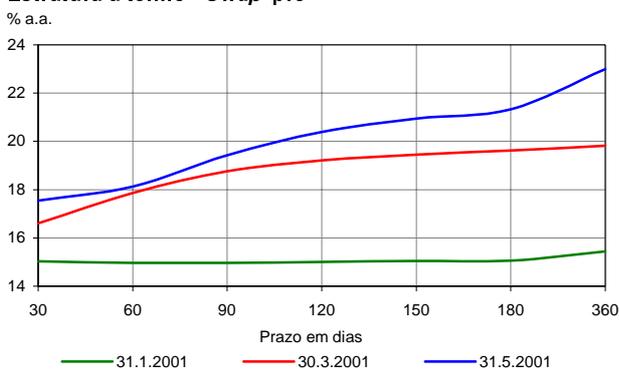
**Taxa de juros real e expectativas de mercado**

A taxa Selic acumulada em 12 meses manteve trajetória de queda, apesar do aumento de 1,5 p.p. determinado pelo Copom, entre março e maio, permitindo que a taxa de juros real, deflacionada pelo IPCA, se situasse em 8,6%, em maio, ante 9,8% em fevereiro.

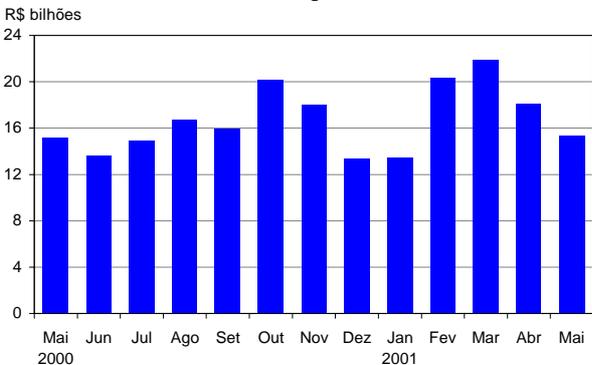
Expectativas para a taxa Selic e para o IPCA em 2001



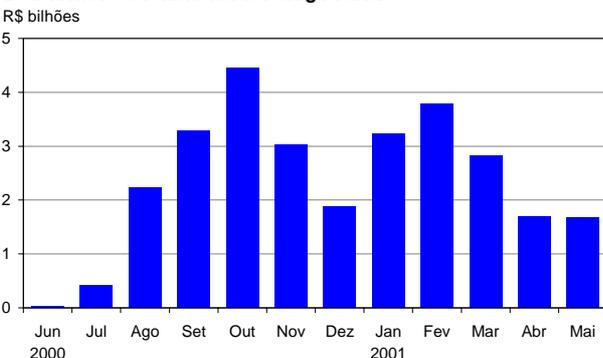
Estrutura a termo - Swap pré



DI de 1 dia - volume médio negociado



DI a termo - volume médio negociado



As expectativas do mercado quanto ao valor da taxa Selic ao final de 2001 elevaram-se para 16% a.a., 2 p.p. acima das projeções realizadas em janeiro. No mesmo período, as estimativas relativas à variação do IPCA foram majoradas, passando para 5%, ante 4,2%. Nesse cenário, a taxa de juros real em 2001 situar-se-ia próxima a 10,5% a.a., abaixo do valor registrado em 2000, 10,8% a.a.

No mercado de derivativos, a curva de juros, definida pela taxa de *swap* DI x pré (BM&F), deslocou-se para cima e desenhou maior inclinação que a registrada no início do ano. Ressalte-se a elevação de 7,6 pontos percentuais nos contratos com prazo de 1 ano, ante o aumento de 1,5 ponto percentual na taxa básica, evidenciando o grau de incertezas prevalecente no mercado financeiro. A diferença entre as taxas dos contratos com prazo de 30 dias e a dos contratos com vencimento em 1 ano passou de 0,4 ponto percentual em janeiro, para 5,4 pontos percentuais no final de maio.

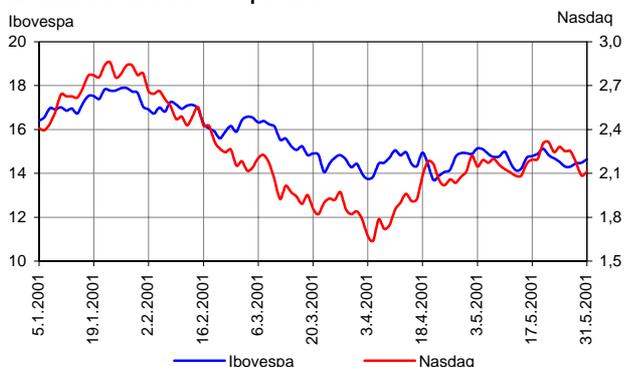
O volume negociado em contratos futuros de DI de 1 dia elevou-se, em março, revelando o aumento no grau de incertezas geradas pela crise argentina e pela reversão na trajetória de queda na meta de taxa de juros. Assim, a média diária em março alcançou R\$ 21,9 bilhões, 8% acima do volume registrado em fevereiro e constituindo a maior média dos últimos anos.

O novo cenário contribuiu para que os investidores trabalhassem, nos meses seguintes, com a possibilidade de novos aumentos na taxa básica, diminuindo a dispersão das expectativas. Assim, o melhor posicionamento do mercado ante os aumentos determinados pelo Copom em abril e maio promoveu redução no volume negociado em maio, de modo que a média situou-se em R\$ 15,3 bilhões.

De forma semelhante ao registrado no último bimestre de 2000, o volume negociado no mercado de troca de rentabilidade, representado pelo contrato a termo de DI com ajuste, cujos negócios concentram-se nos prazos de 360 e de 720 dias, apresentou grande retração entre março e maio. Esse comportamento indica a elevação no nível de incerteza, uma vez que nessas situações, o mercado tende a preferir contratos futuros de DI de 1 dia, que apresentam maior liquidez.

Mercado de capitais

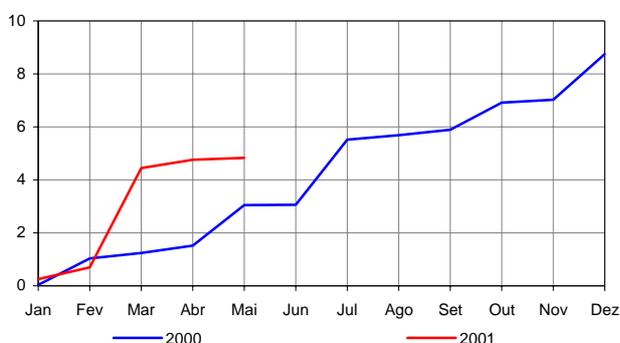
Bolsas de valores - mil pontos



O cenário positivo para o mercado de ações no Brasil, verificado no início do ano, foi revertido a partir de meados de fevereiro. Após a elevação das taxas de juros, o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) permaneceu oscilando em torno de 14.500 pontos, sem definir tendência. Nos cinco primeiros meses do ano, o Ibovespa contraiu 4%, comportamento semelhante ao do índice Nasdaq. Destaque-se que a crise de energia tornou-se fator de incerteza adicional, uma vez que tende a provocar efeitos sobre os lucros futuros das empresas cuja avaliação ainda é imprecisa, e poderá provocar impactos sobre a evolução do índice da bolsa.

Debêntures

R\$ bilhões - Acumulado no ano



O financiamento das empresas no mercado de capitais, por meio de emissão de debêntures, acumulou R\$ 4,8 bilhões de janeiro a maio desse ano, valor 58% maior que o verificado em igual período de 2000. Destaque-se que a preferência por debêntures tem sido verificada desde 1999, devido aos custos atrelados à taxa DI, que descreveu trajetória de queda, acompanhando as taxas de juros básicas.

Aplicações financeiras

O saldo das aplicações financeiras, que compreende as cadernetas de poupança, os fundos de investimento financeiro (FIF) e os depósitos a prazo (CDB), elevou-se 3,1% no período de fevereiro a maio, alcançando R\$ 517 bilhões.

O patrimônio líquido dos FIF aumentou 3% no período, atingindo R\$ 295,9 bilhões em maio, acumulando rentabilidade de 6,6% no ano. Esse crescimento não foi uniforme no período, em razão dos efeitos da elevação das taxas de juros sobre o processo de marcação a mercado da carteira dos fundos, tendo-se registrado desvalorização de ativos em abril e em maio. Assim, no trimestre, os FIF registraram saídas líquidas de R\$ 3 bilhões.

Os fundos de ações acompanharam a volatilidade observada no mercado acionário no último trimestre. O saldo das aplicações em Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários e em Fundos Mútuos de Privatização totalizou R\$ 27,8 bilhões em maio, com aumento de 7,1% em relação a fevereiro. Em março, apesar do registro de rentabilidade negativa de 5,9%, observou-se a maior captação líquida do período, R\$ 1,2 bilhão, atribuída à redução de preços observada nas cotas de fundos de ações, especialmente de telecomunicações.

O saldo das cadernetas de poupança diminuiu 0,2% no trimestre, alcançando R\$ 111,9 bilhões em maio. A captação líquida negativa no período está relacionada à baixa atratividade exercida por seus rendimentos, que alcançaram 0,63% de média mensal no trimestre, comparativamente ao desempenho de aplicações financeiras alternativas de baixo risco.

Os Certificados de Depósito Bancário (CDB), em maio, somaram R\$ 95,8 bilhões, apresentando incremento de 5,8% em relação ao saldo de fevereiro. No trimestre, as taxas praticadas nos CDB acompanharam o aumento das taxas de juros no mercado futuro, o que tornou essa modalidade mais rentável e atrativa. Ressalte-se que os CDB acumularam rentabilidade de 6,3% nos cinco primeiros meses do ano.

A partir de 19 de março de 2001 foi instituída nova alíquota para a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), que se elevou de 0,30% para 0,38%. Assim, adotando-se por hipótese a rentabilidade média de 1,3% a.m., estima-se que para proporcionarem rendimentos líquidos positivos, os recursos devam permanecer aplicados pelo período mínimo de dezoito dias úteis.

1.4 – Investimento

Indicadores de investimento

Discriminação	2000	Variação % acumulada no ano				
		2001				
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Produção de bens de capital	12,9	28,6	17,3	19,1	20,0	...
Insumos da construção civil	2,2	8,4	3,6	4,2	4,3	...
Importação de bens de capital	3,1	73,3	39,0	44,8	43,9	...
Exportação de bens de capital	36,8	27,1	-3,0	-0,3	-0,5	...
Financiamentos do BNDES	27,7	57,1	33,9	54,3	53,0	55,3

Fonte: IBGE, Funcex e BNDES

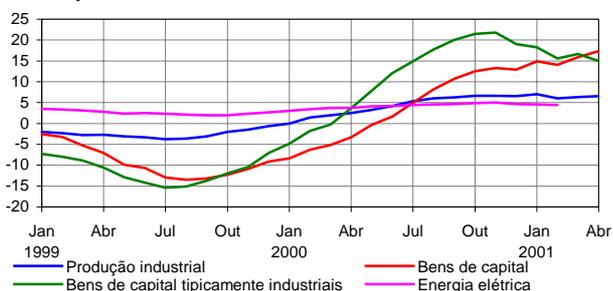
Ao longo de 2001, os indicadores de investimento continuaram sinalizando expansão da capacidade produtiva. A exemplo do ocorrido em 2000, com maior intensidade no segundo semestre, as taxas de crescimento da produção de bens de capital superaram as da indústria em geral. Adicionalmente, os indicadores do desempenho da construção civil demonstram a intensidade da retomada do ritmo de atividade no setor.

Após ter apresentado expansão de 12,9% em 2000, a produção de bens de capital cresceu 17,4% considerando doze meses finalizados em abril. No primeiro quadrimestre do ano o crescimento atingiu 20%, ante igual período de 2000, enquanto a expansão global da indústria registrou 6,8%.

Entretanto, a análise da série dezassonalizada indica redução da intensidade do crescimento da produção de máquinas e equipamentos. Em abril, a produção de bens de capital manteve-se estável, ante à do mês anterior, mas comparações considerando médias móveis trimestrais registraram expansão de 6,1%, entre o primeiro trimestre de 2001 e o último de 2000, e de 3,1%, entre os trimestres fevereiro-abril e novembro-janeiro. Destaque-se, no entanto, que a expansão da capacidade instalada permanece consistente com o ritmo de expansão da demanda e que questões relacionadas à ampliação da capacidade instalada tornaram-se menos relevantes diante da necessidade de minorar os efeitos relacionados à crise na produção de energia elétrica.

Produção industrial e bens de capital por grupos selecionados

Variação % da média móvel em 12 meses



Fonte: IBGE e Eletrobrás

Produção de bens de capital

Variação % acumulada no ano

Discriminação	2000	2001			
		Jan	Fev	Mar	Abr
Bens de capital	12,9	28,6	17,3	19,1	20,0
Industriais	19,0	5,5	1,5	7,8	7,3
Seriados	21,9	4,0	0,5	7,2	6,8
Não-seriados	7,3	11,0	6,0	10,4	9,8
Agrícolas	19,3	20,3	22,3	23,6	30,2
Peças agrícolas	14,6	6,5	4,3	2,9	4,1
Construção	15,0	37,3	30,7	23,1	23,1
Energia elétrica	3,2	39,1	33,3	32,7	34,0
Transportes	22,8	37,5	27,5	29,3	28,4
Misto	7,9	37,5	13,3	14,3	15,5

Fonte: IBGE

Vendas de autoveículos

Variação percentual

Discriminação	2001				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Mês^{1/}					
Na indústria	-5,42	3,82	1,27	0,08	-1,29
Vendas internas	-7,22	6,42	-1,58	-1,24	-3,10
Vendas externas	-1,49	-15,97	21,19	3,18	4,51
Nas concessionárias	-4,17	1,48	7,83	-9,15	1,05
Em 12 meses					
Na indústria	25,04	18,84	22,48	24,31	24,30
Vendas internas	23,04	17,40	22,85	25,59	25,98
Vendas externas	32,73	24,41	21,09	19,76	18,37
Nas concessionárias	22,04	19,29	22,22	25,64	27,08

Fonte: Anfavea e Fenabrave

1/ Dessazonalizado.

Nesse sentido, a análise de grupos selecionados dos bens de capital identificou nos setores de energia elétrica e agrícola as maiores expansões da produção de bens de capital, 34% e 30,2%, respectivamente, no primeiro quadrimestre do ano, ante igual período de 2000. Assinale-se que, em 2000, a produção de equipamentos para geração e transmissão de energia crescera 3,2%, não obstante a base de comparação deprimida, que refletia os declínios de 3,4% e de 5,2% registrados em 1998 e 1999, respectivamente. Considerando dados isentos de sazonalidade, a produção relativa ao primeiro quadrimestre do ano superou em 5,1% a gerada nos últimos quatro meses de 2000, e a de abril, em 2,7% à de março.

A produção de bens de capital também apresentou elevação significativa no que se refere a equipamentos de transporte e construção.

No setor de transportes, estatísticas da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), indicam crescimento de 41,6% na produção de máquinas agrícolas no quadrimestre, ante igual período de 2000, principalmente de tratores, 46,3%. Os totais produzidos de caminhões e de ônibus expandiram-se 28,7% e 17,9%, respectivamente. Considerando taxas de crescimento em doze meses, totalizaram 42% para máquinas e equipamentos agrícolas, 28,7% para caminhões e 17,8% para ônibus, observando-se aceleração comparativamente ao final de 2000 para os dois primeiros grupos e redução para ônibus, haja vista que as taxas relativas a 2000 situaram-se em 25,8%, 27% e 50,8%, respectivamente.

Os indicadores conjunturais da indústria de bens de capital mecânicos, mensurados pela Abimaq-Sindimaq, assinalaram recuperação significativa do

faturamento real do setor. Nesse sentido, a comparação das taxas de crescimento em doze meses com iguais períodos anteriores, revela expansão do faturamento real de 12,8% até dezembro, 15,7% até fevereiro e 33,6% até abril.

As importações de bens de capital apresentaram recuperação ao longo de 2000, registrando-se, a partir de outubro, resultados positivos ante iguais períodos de 1999. Dessa forma, a base de comparação representada pelo início de 2000 é favorável, o que explica, em parte, o crescimento de 43,9% ocorrido até abril. A análise dos dados isentos de sazonalidade apontou crescimento de 40,6% do índice de *quantum* correspondente ao acumulado do primeiro quadrimestre ante o último de 2000, o que evidencia aceleração acentuada da tendência de elevação das compras de bens de capital produzidos no exterior. As compras externas de equipamentos relacionados à geração de energia mostraram crescimento acentuado no período. Assim, o valor relativo às importações de motores diesel ou semi-diesel cresceu 151,7%, para equipamentos de potência não superior a 375 kva, e 71,5%, para potências superiores. As aquisições de itens classificados como “outros grupos eletrogênicos” elevou-se 209,3%.

Produção de insumos da construção civil

Discriminação	2001				Variações %
	Jan	Fev	Mar	Abr	
Mês ^{1/}	1,6	-0,3	-0,7	0,7	
Ano	8,4	3,6	4,2	4,3	
Em 12 meses	2,8	2,1	2,6	2,9	

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados

O desempenho da construção civil que, em 2000, apresentara expansão inferior à da média da economia, mostrou-se mais favorável no primeiro trimestre do ano. Nesse sentido, a produção de insumos para o setor expandiu 4,3% no período, ante a relativa ao primeiro quadrimestre de 2000, superando a taxa de 3,8% apresentada pelo PIB no primeiro trimestre do ano em relação ao mesmo período do ano anterior. Comparativamente ao último quadrimestre de 2000, o crescimento atingiu 2,6%, descontadas as influências sazonais. Cabe ressaltar que o setor não tem sido favorecido por oferta adequada de crédito imobiliário, posto que as operações de crédito do sistema financeiro voltadas para a habitação apresentaram redução de 4,9% até abril, relativamente ao patamar registrado no primeiro quadrimestre de 2000. Entretanto, considerando o número de unidades financiadas pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), os dados referentes ao primeiro quadrimestre desse ano mostraram crescimentos de 9,7% para construção, e de 45,3% para aquisição. A

soma das unidades financiadas sob as duas modalidades cresceu 26,8% no período. Outro fator que reflete a intensificação da atividade no setor constituiu-se no elevado crescimento da produção de equipamentos para a construção.

Em abril, foi mantida tendência de alta dos investimentos relacionados com construção, tendo ocorrido crescimento mensal de 0,3% na produção de insumos, na série sem influências sazonais. No acumulado do ano, a taxa do quadrimestre, 4,3%, não mostrou alteração comparativamente à registrada nos três primeiros meses do ano.

A evolução positiva das despesas com construção, que representa mais de 60% do total dos investimentos, deverá proporcionar o crescimento do percentual da formação bruta de capital fixo em relação ao PIB que, de acordo com estimativa do Depec, atingiu, a preços correntes, 19,1% nos últimos doze meses finalizados em março desse ano, ante 18,6% em igual período imediatamente anterior.

Os recursos provenientes dos desembolsos do Sistema BNDES, que corresponde ao BNDES, Finame e BNDESPar, apresentaram expansão de 53% até abril, ante igual período do ano anterior. Por setores de atividade, a maior elevação ocorreu nos recursos destinados à indústria de transformação, 94,2%, seguindo-se a indústria extrativa, 83,3% e a agricultura, 71,3%. Para comércio e serviços, os recursos apresentaram queda de 12,4%. A TJLP, custo dos recursos do BNDES, não se alterou no segundo trimestre do ano, mantendo-se em 9,25% a.a.

Em relação aos estoques, a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, identificou, em abril, alguns sinais de acumulação indesejada de estoques. A pesquisa realizada em janeiro registrara redução dos estoques. Nesse mês, 7% das indústria consultadas consideravam seus estoques excessivos e 3%, insuficientes, percentuais que, em abril, passaram para 10% e 2%, respectivamente.

O estoque médio de veículos nas concessionárias, nos primeiros cinco meses do ano, elevou-se 27,7% comparativamente ao registrado no período correspondente de 2000. Até fevereiro, o crescimento havia alcançado 24%. Apenas o estoque de ônibus apresentou queda, de 25,3% no primeiro bimestre, para 22,3%.

A demanda por investimentos deverá, nos próximos meses, refletir a restrição da oferta de energia elétrica. Por um lado, haverá acréscimo na produção de equipamentos que possam reduzir o consumo e aumentar o suprimento no menor espaço de tempo, já havendo para isto dispositivos legais específicos, como a redução de tributos e tarifas incidentes sobre a produção desses bens. Além da elevação da demanda de máquinas e equipamentos pelo setor privado, visando à mudança da matriz energética, deverá ocorrer crescimento dos investimentos do setor público para geração e distribuição de energia. Em sentido inverso à combinação desses impactos, há que se considerar a perspectiva de adiamentos ou cancelamentos de outros projetos do setor produtivo.

1.5 – Resultado fiscal do Governo Central

O superávit primário do Governo Central atingiu R\$ 6,6 bilhões em abril, com o Tesouro Nacional tendo apresentado saldo positivo de R\$ 7,4 bilhões e o Regime Geral da Previdência Social (RGPS) e o Banco Central, déficits de R\$ 682 milhões e R\$ 76 milhões, respectivamente.

O superávit acumulado nos quatro primeiros meses do ano elevou-se para R\$ 13,4 bilhões, equivalentes a 3,5% do PIB, relativamente a R\$ 11 bilhões em igual período de 2000, quando atingira 3,29% do PIB. O Tesouro Nacional registrou superávit de R\$ 16,2 bilhões e a Previdência Social e o Banco Central resultados negativos de R\$ 2,6 bilhões e R\$ 222 milhões, na ordem.

As receitas no quadrimestre somaram R\$ 87,5 bilhões, representando 23% do PIB, ante 22,5% do PIB no período correspondente de 2000. Esse desempenho é atribuído, principalmente, ao acréscimo nas receitas de concessão de serviços públicos de R\$ 652 milhões para R\$ 2,7 bilhões, e ao crescimento dos dividendos pagos à União, de R\$ 365 milhões para R\$ 1,3 bilhão. A variação nas duas rubricas proporcionou elevação de receitas correspondente a 0,7 p.p. do PIB, no período.

No que se refere à arrecadação de impostos e contribuições, os recolhimentos da Cofins e do PIS/Pasep apresentaram crescimentos nominais de 21,8% e 20,1%, em razão da mudança na forma de tributação do segmento de combustíveis e do pagamento, por substituição, a cargo do setor automotivo. Em contrapartida, a arrecadação da CPMF apresentou queda de 0,6%, refletindo a redução na alíquota, de 0,38% para 0,30%, que vigorou no período de 17 de junho de 2000 a 19 de março de 2001.

As despesas alcançaram R\$ 73,9 bilhões, no quadrimestre, correspondendo a 19,4% do PIB, enquanto em igual período do ano precedente somaram R\$ 63,8 bilhões, equivalentes 19,1% do PIB. O crescimento nominal de 15,8% nas despesas resulta, em grande parte, da elevação de 23,4% registrada na rubrica “custeio e capital”. Destaque-se, no entanto, que nos quatro primeiros meses do ano 2000 a liberação de recursos pelo Tesouro Nacional esteve sujeita às regras do duodécimo, em virtude do atraso na aprovação do orçamento, restrição sem correspondência no exercício presente. Adicionalmente, a observância dos dispositivos da Emenda Constitucional nº 29, de 13.9.2000, que determinou limite mínimo de gastos para a área de saúde, se refletiu diretamente no acréscimo das despesas. Assinale-se, ainda, a elevação dos gastos com subsídios ao setor agrícola, em especial nas operações de Aquisição do Governo Federal (AGF), e com o setor de exportação, por meio do Proex. No caso das operações de AGF, os dispêndios foram influenciados pelas compras de milho e arroz, enquanto o aumento das despesas realizadas com cobertura do Proex referem-se não apenas às condições de demanda, mas também à evolução da taxa de câmbio.

Necessidade de financiamento do setor público

O resultado primário do setor público consolidado no primeiro quadrimestre de 2001 superou em R\$ 1,7 bilhão a meta semestral pactuada na sétima revisão do acordo entre o governo brasileiro e o FMI. Esse desempenho esteve associado ao aumento expressivo na arrecadação e ao desempenho das empresas estatais, ambos refletindo a expansão da atividade econômica. Assim, o resultado primário atingiu R\$ 23,3 bilhões, equivalente a 6,11% do PIB, quando em igual período do ano anterior alcançara R\$ 17,3 bilhões, o que correspondia a 5,18%

Projetos pendentes de aprovação no Congresso Nacional – Posição em 31.5.2001

1 - Regulamentação da Reforma Administrativa

1.1 - instrumento legal: lei complementar (PLC nº 43, de 1.9.1999) – regulamenta a perda de cargo público por insuficiência de desempenho e define as carreiras típicas de estado;

- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Câmara dos Deputados e no Senado Federal. Todavia, por ter sofrido modificações nesta última casa do Legislativo, retornou à Câmara dos Deputados.

1.2 - instrumento legal: emenda constitucional (PEC nº 137–A/1999) – estabelece limite para remuneração nos três níveis de governo. O substitutivo apresentado pelo relator na Comissão Especial da Câmara determina que o salário pago aos servidores não seja superior ao subsídio do governador do respectivo Estado ou Distrito Federal. Entretanto, isenta desses limites deputados estaduais, vereadores, magistrados e servidores do Ministério Público, aos quais aplica-se como limite a maior remuneração paga a Ministro do STF, incluídas as vantagens pessoais desses Ministros. Admite, na remuneração do servidor, independente do limite estabelecido no sub-teto, adicional por tempo de serviço até o limite de 35%;

- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados, em 3.11.1999. Em 17.11.1999, foi instalada Comissão Especial para apreciar o mérito da matéria. Recebeu parecer favorável, com substitutivo do relator, apresentado em 12.1.2000. Aguarda votação em plenário.

2 - Regulamentação da Reforma Previdenciária

2.1 - instrumento legal: lei complementar (PLC nº 1/2000) – disciplina a relação entre a União, Estados, Municípios e Distrito Federal, e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar. Principais pontos do projeto:

- a) carência mínima de 60 contribuições mensais a plano de benefícios de prestação programada (exceto benefícios de risco e pensão por morte) e cessação do vínculo com o patrocinador;
- b) os reajustes dos benefícios serão efetuados segundo critérios estabelecidos nos regulamentos dos planos de benefícios;
- c) a contribuição do patrocinador não excederá à do participante;
- d) revisão bienal do plano, com vistas ao ajuste atuarial;

- e) proibição para que as empresas repassem aos benefícios ganhos de produtividade, abono e vantagens de qualquer natureza;
 - estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Câmara dos Deputados, foi encaminhada para a apreciação do Senado Federal. Encontra-se na Comissão de Assuntos Sociais, para análise das emendas apresentadas na Comissão de Constituição e Justiça.
- 2.2 - instrumento legal: lei complementar (PLC nº 63/1999) – dispõe sobre o regime de previdência privada, de caráter complementar. O projeto aprovado pela Comissão Especial contempla as seguintes inovações:
- a) criação da figura do instituidor, permitindo que entidades de classe, sindicatos e conselhos profissionais, possam formar fundos de pensão para seus associados;
 - b) portabilidade, ou seja, a soma das contribuições poderão transitar entre os diversos fundos, a cada mudança de vínculo empregatício;
 - c) os valores recolhidos para o fundo continuarão sendo capitalizados, mesmo após a perda do vínculo empregatício;
 - d) regulamentação da contribuição definida e do benefício definido;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Câmara dos Deputados, foi encaminhada para apreciação do Senado Federal, sendo aprovada na Comissão de Constituição e Justiça, em 10.2.2000. Atualmente, está sendo analisada na Comissão de Assuntos Sociais.
- 2.3 - instrumento legal: emenda constitucional (PEC nº 136/1999) – institui a contribuição previdenciária dos inativos do setor público e dos militares;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada sua admissibilidade na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados, em 10.11.1999. Em 18.11.1999, foi instalada Comissão Especial para apreciar o mérito da matéria.
- 2.4 - instrumento legal: lei complementar (PLP nº 9/1999) – estabelece normas gerais para a instituição de regime de previdência complementar pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios. Os principais aspectos do substitutivo aprovado no plenário da Câmara, em 28.11.2000 são:
- a) estabelecimento de teto do RGPS aos servidores que ingressarem após a sanção da lei e optativo aos servidores já admitidos;
 - b) garantia de isonomia da alíquota de contribuição com o RGPS;

c) igualdade entre a contribuição da patrocinadora do fundo de previdência e a do participante;

d) instituição de planos de benefícios na modalidade de contribuição definida;

- estágio de votação no Congresso Nacional – quando da aprovação, pelo plenário da Câmara, do substitutivo da Comissão Especial, foram apresentados 13 destaques para votação em separado (DVS), dos quais 4 foram apreciados e os demais estão aguardando votação.

3 - Imposto sobre Grandes Fortunas

- instrumento legal: lei complementar (PLP nº 202/1989) – determina cobrança de tributo especial para detentores de patrimônio acima de R\$ 1 milhão. A arrecadação desse tributo será destinada ao Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Comissão de Constituição e Justiça e Redação em 6.12.2000, aguarda votação no plenário da Câmara dos Deputados.

4 - Orçamento Mandatório

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC nº 77/1999) – estabelece a obrigatoriedade na execução da lei orçamentária e impõe a realização de, pelo menos, 80% das dotações orçamentárias, até o nível de projeto, ressalvando as anulações previamente autorizadas mediante lei;
- estágio de votação no Congresso Nacional – em tramitação na Comissão de Constituição e Justiça do Senado Federal.

5 - Lei das Sociedades Anônimas

- instrumento legal: lei ordinária (PL nº 3.115/1997) – estabelece direitos e vantagens para os acionistas minoritários detentores de ações preferenciais; determina que os dividendos a serem distribuídos pelas empresas terão de ser equivalentes a 25% do lucro líquido do exercício e fortalece o papel fiscalizador da Comissão de Valores Mobiliários, transformando-a em agência reguladora. As modificações previstas no projeto afetam o fluxo de dividendos para o Tesouro Nacional;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Comissão de Economia, em 19.4.2000, e na Comissão de Finanças, em 7.6.2000, aguarda votação em plenário da Câmara dos Deputados.

6 - Exclusão do setor elétrico do processo de privatização

- instrumento legal: lei ordinária (PLS nº 32, de 2001) - altera a Lei nº 9.491, de 9.9.1997, para excluir as empresas do setor de geração e transmissão de energia elétrica do processo de privatização. Em seu artigo 3º, a Lei determinava a exclusão do Programa Nacional de Desestatização do Banco do Brasil, da Caixa Econômica Federal, da Petrobras e de outras empresas públicas ou sociedades de economia mista, que exerçam atividades de competência exclusiva da União, não se aplicando a vedação às participações acionárias detidas por essas entidades desde que não incida restrição legal à sua alienação;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovado na Comissão de Constituição e Justiça e encaminhada à Comissão de Assuntos Econômicos, em 24.4.2001.

7 - Reforma Tributária

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC nº 175–A/1995) – a última posição do substitutivo, elaborado com base nos resultados da comissão tripartite, destaca:
 - a) convergências: extinção do IPI, ICMS, e ISS; extinção do PIS/Pasep e Cofins; criação do Imposto sobre o Valor Agregado (IVA), ou adequação do ICMS; transferência da União para os Estados, do ITR; e criação do Imposto sobre Vendas a Varejo (IVV), de competência municipal;
 - b) divergências: concepção do modelo do IVA; adoção de imposto seletivo; adoção do Imposto sobre Movimentação Financeira (IMF); e sistemática de apuração das contribuições sociais;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovado o parecer do relator na Comissão Especial da Câmara dos Deputados, em 16.12.1999. Aguarda encaminhamento para apreciação do Senado Federal.

8 - Regulamentação do Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza

- instrumento legal: lei complementar (PLC nº 177/2001) – regulamenta o Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza, instituído pela Emenda Constitucional nº 31, de 14.12.2000, acrescentando os artigos 79, 80, 81, 82 e 83 ao Ato das Disposições Constitucionais Transitórias. As principais proposições referem-se a:
 - a) origem e destinação dos recursos do fundo;
 - b) definição dos beneficiários;
 - c) contrapartida a ser oferecida pelos beneficiários;

d) critérios de participação dos entes estatais nos seus respectivos fundos;

- estágio de votação no Congresso Nacional – encontra-se no Senado Federal, após concluído o processo de votação na Câmara dos Deputados, em 24.5.2001.

9 - Diretrizes nacionais para o saneamento básico

- instrumento legal: lei ordinária (PL nº 4147/2001) – institui diretrizes nacionais para o saneamento básico, a saber:
 - a) estabelecimento dos princípios fundamentais que nortearão a prestação dos serviços de saneamento básico;
 - b) definição da titularidade dos serviços;
 - c) estabelecimento de metas de expansão e estrutura tarifária;
 - e) instituição de diretrizes pertinentes à regulação e à fiscalização dos serviços prestados;
- estágio de votação no Congresso Nacional – encontra-se em fase de audiência pública na Comissão Especial da Câmara dos Deputados.

10 - Conselho de Gestão Fiscal / Lei de Responsabilidade Fiscal

- instrumento legal: lei ordinária (PL nº 3.744/2000) – institui o Conselho de Gestão Fiscal, conforme disposto no artigo 67 da Lei Complementar nº 101, de 4.5.2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal) e dispõe sobre sua finalidade, composição e forma de funcionamento;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Comissão de Trabalho, Administração e Serviço Público da Câmara dos Deputados, em 18.4.2001. Aguarda votação em plenário.

11 - Pagamento do passivo referente ao FGTS

- instrumento legal: lei complementar (PLC nº 195/2001) – o substitutivo adotado pela Comissão de Trabalho, de Administração e Serviço Público contempla as seguintes medidas:
 - a) instituição de contribuições sociais devidas pelos empregadores, à alíquota de 10% sobre o montante dos depósitos devidos durante a vigência do contrato de trabalho, em caso de demissão de empregado sem justa causa e, à alíquota de 0,5% sobre a remuneração devida, no mês anterior, a cada trabalhador;

- b) estabelecimento de percentuais de redução de 0%, 10% e 15%, sobre o total do complemento de atualização monetária devido aos trabalhadores, mediante expressa concordância do titular da conta vinculada;
 - c) definição da forma e dos prazos para a efetivação dos créditos de atualização monetária nas contas vinculadas;
 - d) determinação da participação solidária da União no pagamento do passivo das contas do FGTS;
 - e) estabelecimento de prioridade no pagamento da atualização monetária para aposentados, acidentados e portadores de Aids e câncer;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Câmara dos Deputados, em 29.5.2001, foi encaminhada para o Senado Federal.

do PIB. O governo federal, o Banco Central do Brasil e o Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS) foram responsáveis por saldo positivo de R\$ 14,1 bilhões, equivalente a 3,6% do PIB, os governos estaduais por R\$ 3,4 bilhões, 0,89% do PIB, e os governos municipais e as empresas estatais por R\$ 1,7 bilhão e R\$ 4,1 bilhões, totais que representam, na ordem, 0,46% do PIB e 1,1% do PIB. Desagregando-se o superávit registrado no primeiro quadrimestre de 2000, o governo central respondeu por R\$ 10,6 bilhões, 3,12% do PIB, os governos estaduais por R\$ 2,6 bilhões, 0,77% do PIB, os governos municipais por R\$ 1,1 bilhão, 0,33% do PIB, e as empresas estatais por R\$ 3 bilhões, 0,9% do PIB.

A apropriação de juros nominais, nos primeiros quatro meses de 2001, alcançou R\$ 40,4 bilhões, equivalente a 10,63% do PIB, ante R\$ 27,1 bilhões, 8,3% do PIB, no ano anterior. Registrou-se aumento dos juros apropriados em todas as esferas, reflexo, em parte, da depreciação cambial no período.

Nesse contexto, as necessidades de financiamento do setor público, no conceito nominal, totalizaram R\$ 17,2 bilhões no primeiro quadrimestre de 2001, equivalendo a 4,53% do PIB, ante R\$ 9,8 bilhões, 2,95% do PIB, em igual período de 2000.

Assinale-se que o nível de superávit primário acumulado no ano até abril representa base adequada para atender os indicadores de

desempenho fiscais fixados para 2001, mesmo considerando maior volume de gastos com investimentos de empresas estatais do setor de energia e a ocorrência de impactos negativos sobre arrecadação de tributos, decorrentes de menor ritmo de crescimento econômico.

Dívida líquida do setor público

A dívida líquida do setor público, que em dezembro de 2000 totalizava R\$ 563,2 bilhões, valor equivalente a 49,3% do PIB, alcançou R\$ 596,7 bilhões, em abril de 2001, correspondendo a 50,2% PIB. Essa elevação refletiu não apenas o resultado primário do setor público e o volume de juros apropriados, mas os ajustes metodológicos no cálculo da dívida externa e o ajuste patrimonial, negativamente influenciados pela depreciação cambial no período.

A influência da evolução da taxa de câmbio sobre a trajetória da dívida líquida do setor público pode ser avaliada pela análise de sensibilidade da razão dívida/PIB, segundo a qual a variação de 1 p.p. na cotação do dólar acarreta variação de 0,21 p.p. na relação dívida/PIB. Assinale-se, entretanto, que esse impacto tem caráter permanente somente no caso de desvalorizações em termos reais, que não ocorrem em magnitudes expressivas com frequência.

No que se refere ao efeito da elevação da taxa Selic sobre o endividamento, a variação de um p.p. na taxa de juros anual tem impacto, nos próximos 12 meses, de 0,26 p.p. na relação dívida/PIB. Desse modo, o aumento da taxa Selic, no primeiro quadrimestre, de 15,25% a.a. para 16,75% a.a., produzirá impacto na dívida durante o período em que se mantiver em patamar mais elevado. Destaque-se, no entanto, que esse efeito deverá ser integralmente neutralizado pela retomada da trajetória de redução das taxas de juros e pelo incremento na meta de superávit fiscal para 2002, de 2,7% do PIB para 3% do PIB. Adicionalmente, a trajetória da relação dívida/PIB no curto prazo estará condicionada ao impacto da atual crise de energia elétrica sobre o PIB nominal.

Apesar do cenário de elevação da relação dívida/PIB no curto e médio prazos, a continuidade da política fiscal contribuirá para a sedimentação

do processo de estabilidade monetária, o que irá garantir a sua redução e estabilidade no longo prazo. Assim, os movimentos das taxas de câmbio e de juros e a evolução do PIB e da relação dívida/PIB devem ser entendidos como de caráter conjuntural.

Dívida mobiliária federal

No primeiro quadrimestre de 2001, a dívida mobiliária federal totalizou R\$ 553,9 bilhões, ante R\$ 516,1 bilhões em dezembro de 2000. A expansão deveu-se, basicamente, à incorporação de juros e colocações líquidas de R\$ 3,2 bilhões em títulos cambiais.

A depreciação do real frente ao dólar nos quatro primeiros meses do ano refletiu-se no estoque de dívida mobiliária vinculada ao câmbio, que elevou-se de R\$ 112 bilhões, em dezembro de 2000, para R\$ 135,1 bilhões, em abril de 2001. Essa evolução resultou, também, em crescimento na participação desse tipo de título na dívida total, de 21,7% para 24,4% no período. A participação dos títulos vinculados à taxa Selic na dívida mobiliária reduziu-se de 52,4% para 51,1% e a dos prefixados passou de 15,3% para 12,6%.

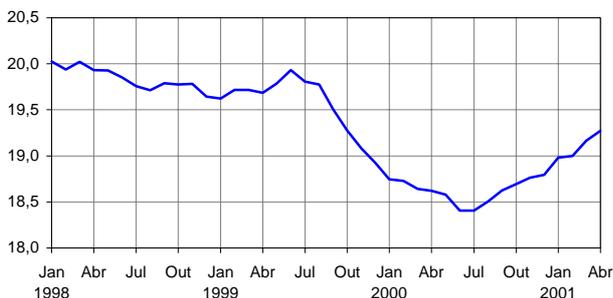
No período de novembro de 2000 a abril de 2001, os resgates líquidos de títulos públicos federais somaram R\$ 17,8 bilhões, dos quais R\$ 17,2 bilhões em novembro e dezembro, meses nos quais historicamente há crescimento da demanda por moeda. As operações ocorridas no primeiro quadrimestre resultaram em resgate líquido de R\$ 582,3 milhões. A não concretização da expectativa de colocação líquida de títulos no início do ano de modo a neutralizar os resgates sazonalmente elevados nos meses de novembro e dezembro, indica a continuidade da expansão da demanda por moeda, comportamento compatível com a expansão do nível de atividade ocorrida no período.

1.6 – Demanda interna

A demanda interna atingiu 101,39% do PIB em março, considerando comportamento dos últimos doze meses, conforme estimativa do Depec. As taxas registradas em março e dezembro de 2000, totalizaram,

Taxa de investimento como % do PIB^{1/}

Em 12 meses



1/ A partir de 2000, estimativa do Depec.

respectivamente, 101,28% e 101,12%. A pequena elevação decorreu de crescimento das importações de bens e serviços superior ao das exportações.

Considerando os fluxos de consumo e de formação bruta de capital fixo (FBCF), essa última categoria aumentou sua representatividade no PIB de 18,6%, em março de 2000, e 18,8%, em dezembro, para 19,3% em abril desse ano, ante quedas

correspondentes dos fluxos de consumo, que incluem variação de estoques. Esse comportamento reflete a evolução bem mais favorável da demanda por investimentos.

1.7 – Saldo em transações correntes

Comércio de bens

Balança comercial - FOB

Período	Exportação	Importação	US\$ milhões	
			Saldo	Corrente de comércio
Jan-abr 2001	18 518	19 076	- 558	37 594
2000	16 230	16 063	166	32 293
Var. %	14,1	18,8		16,4

Fonte: MDIC/Secex

Balança comercial-média móvel 3 meses

US\$ milhões - FOB



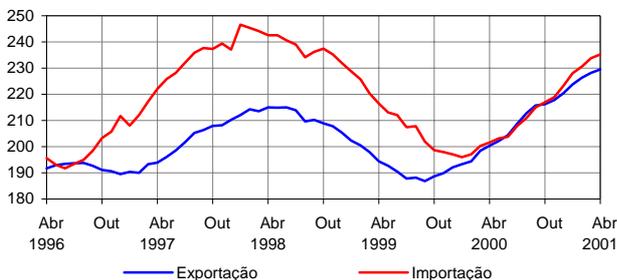
Fonte: MDIC/Secex

As exportações atingiram US\$ 18,5 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, o que representa crescimento de 14,1% comparativamente ao registrado no mesmo período de 2000. Essa expansão foi superada pelo crescimento de 18,8% nas importações, que alcançaram US\$ 19,1 bilhões, implicando déficit comercial de US\$ 558 milhões no período. Esse desempenho mantém a tendência de crescimento das médias diárias de exportação e de importação iniciada em 2000, acarretando elevação de 16,4% na corrente de comércio do período. O déficit comercial registrado nos últimos meses de 2000 e no primeiro quadrimestre de 2001 refletiu, significativamente, a expansão da atividade industrial, que induziu crescimento das importações em ritmo mais acentuado que o das exportações.

As exportações de produtos básicos alcançaram US\$ 4,2 bilhões, com crescimento de 25,5% no quadrimestre, refletindo o impacto favorável dos embarques de carnes e de soja em grão e farelo de soja, que se

Médias diárias de exportação e importação - FOB Acumulado em 12 meses

US\$ milhões



Fonte: MDIC/Secex

Exportação por grupos de produtos - FOB

Janeiro-abril

Discriminação	US\$ milhões					
	Acumulado			Média diária		
	2000	2001	Var. %	2000	2001	Var. %
Total	16 230	18 518	14,1	197,9	225,8	14,1
Básicos	3 383	4 245	25,5	41,3	51,8	25,5
Industrializados	12 545	13 513	7,7	153,0	164,8	7,7
Semimanufaturados	2 702	2 735	1,2	32,9	33,3	1,2
Manufaturados	9 844	10 778	9,5	120,0	131,4	9,5
Operações especiais	301	760	152,3	3,7	9,3	152,3

Fonte: MDIC/Secex

elevaram em resposta aos problemas fitossanitários enfrentados pela pecuária de alguns países da Europa ocidental, que reduziram a produção de proteína animal e de ração fabricada com produtos derivados de bovinos.

As vendas internacionais de produtos semimanufaturados apresentaram crescimento de 1,2% no período, tendo atingido US\$ 2,7 bilhões. A expansão dessas exportações foi restringida pelo elevado grau de utilização da capacidade de produção nos principais segmentos dessa categoria, principalmente no setor metalúrgico e no de celulose, e pelo crescimento industrial doméstico. Destaque-se, no entanto, o crescimento de 112% nas exportações de açúcar em bruto e de 30,4% nas vendas de couros e peles, assinalando-se que esse último reflete a redução da oferta na Europa associada à extinção de parte do rebanho bovino.

Os manufaturados mantiveram o desempenho dos últimos meses de 2000, com exportações acumulando US\$ 10,8 bilhões, patamar 9,5% superior ao verificado no primeiro quadrimestre do ano anterior. Esse resultado deve ser atribuído, basicamente, ao crescimento das exportações de produtos ligados à indústria automobilística, em especial à Argentina, México e, principalmente, EUA. Assinale-se que o Brasil mantém acordos bilaterais para o setor automotivo com Argentina e México, o que implica contrapartida de importações. Também foram relevantes, no período, as exportações de óleos combustíveis, inclusive para consumo de bordo, e gasolina. Esses produtos são de exportação esporádica, ganhando importância a partir do final de 2000, reflexo da venda de derivados excedentes de produção. Como consequência, as importações de derivados foram igualmente impulsionadas.

O desempenho das importações também manteve a trajetória desenhada nos últimos meses de 2000, sobretudo devido à continuidade dos dispêndios nas categorias de bens de capital e matérias-primas e produtos intermediários, que representaram 78% do incremento de

Exportação por fator agregado - FOB

Principais produtos - janeiro a abril

Discriminação	US\$ milhões		
	Média diária		Variação percentual
	2000	2001	
Total	225,8	197,9	-12,4
Básicos	41,3	51,8	25,5
Minérios de ferro	11,5	12,2	6,0
Farelo de soja	4,8	7,1	49,3
Soja mesmo triturada	5,2	7,0	35,4
Carne de frango, inclusive miúdos	3,1	4,7	52,6
Café cru em grão	6,6	4,7	-28,8
Óleos brutos de petróleo	0,0	2,9	-
Fumo em folhas e desperdícios	1,8	2,4	29,9
Semimanufaturados	32,9	33,4	1,2
Celulose	6,5	6,7	3,2
Açúcar de cana em bruto	2,0	4,2	112,0
Semimanufaturados, de ferro ou aços	5,6	4,1	-27,5
Couros e peles	2,7	3,5	30,4
Alumínio em bruto	4,2	3,3	-19,5
Manufaturados	120,0	131,4	9,5
Aviões	12,4	11,5	-7,2
Automóveis de passageiros	5,2	7,4	43,7
Calçados	6,2	6,8	10,1
Aparelhos transm. ou receptores	5,6	6,0	6,4
Óleos combustíveis	0,6	5,1	701,4
Autopeças	4,7	4,6	-1,9
Motores para veículos automóveis	4,1	4,2	2,6
Suco de laranja congelado	5,1	3,2	-36,8
Bombas, compressores, etc.	2,8	2,6	-9,1
Laminados planos de ferro/aço	3,5	2,5	-28,7
Papel e cartão para fins gráficos	2,1	2,3	7,4
Gasolina	0,8	2,2	190,8
Veículos de carga	2,7	2,1	-20,1
Pneumáticos	2,1	1,9	-12,2
Açúcar refinado	1,0	1,8	84,9
Móveis e suas partes	1,8	1,8	0,6
Motores/gerad./transf.eletr. e partes	1,1	1,7	52,9
Operações especiais	3,7	9,3	152,2
Óleos e comb. para consumo de bordo	3,2	5,6	73,3

Fonte: MDIC/Secex

despesas com importações no primeiro quadrimestre de 2001. Assinale-se que as aquisições de bens de capital têm respondido ao crescimento industrial, aos investimentos em andamento nos setores siderúrgico e telefônico e à redução tarifária implementada no início do ano.

As importações de automóveis de passageiros apresentaram elevação de 129% no período, refletindo os acordos com a Argentina e com o México, além do crescimento das compras junto aos países asiáticos.

Nesse contexto, ainda que o saldo comercial tenha sido pouco favorável nos primeiros quatro meses do ano, houve crescimento do fluxo comercial com a maioria dos principais parceiros comerciais. Nesse sentido, o superávit com os Estados Unidos passou de US\$ 137 milhões para US\$ 326 milhões, a despeito do desaquecimento da economia americana, e com a Aladi, de US\$ 403 milhões para US\$ 493 milhões. No intercâmbio comercial com a Ásia, registrou-se ampliação do déficit, de US\$ 523 milhões para US\$ 1,3 bilhão, com destaque para o comércio com Japão e Coréia de Sul, que reduziram suas aquisições de produtos brasileiros e ampliaram as vendas ao Brasil, principalmente de automóveis de passageiros e componentes e aparelhos eletrônicos.

A provável redução no nível da atividade econômica brasileira até o final deste ano, em virtude do racionamento de energia, deve produzir efeitos positivos sobre o saldo da balança comercial.

As exportações de produtos básicos não deverão ser afetadas de forma expressiva, pois necessitam de relativamente menos energia elétrica que os industrializados. As vendas internacionais de produtos semimanufaturados tendem a ser as mais atingidas, uma vez que entre os

Importação por categoria de produtos - FOB

Janeiro-abril

Discriminação	US\$ milhões					
	Acumulado			Média diária		
	2000	2001	Var. %	2000	2001	Var. %
Total	16 063	19 076	18,8	195,9	232,6	18,8
Bens de consumo	2 088	2 484	18,9	25,5	30,3	18,9
Duráveis	865	1 250	44,5	10,6	15,2	44,5
Automóveis	233	534	129,2	2,8	6,5	129,2
Não-duráveis	1 223	1 234	0,9	14,9	15,0	0,9
Matérias-primas	8 509	9 608	12,9	103,8	117,2	12,9
Naftas	611	653	6,8	7,5	8,0	6,8
Combustíveis	1 556	1 824	17,2	19,0	22,2	17,2
Petróleo	879	832	-5,3	10,7	10,2	-5,3
Demais	677	991	46,5	8,3	12,1	46,5
Bens de capital	3 910	5 160	32,0	47,7	62,9	32,0

Fonte: MDIC/Secex

Exportação e importação por blocos econômicos - FOB

Janeiro-abril

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2000	2001	Var. %	2000	2001	Var. %	2000	2001
Total	16 230	18 518	14,1	16 063	19 076	18,8	166	-558
Aladi	3 754	4 051	7,9	3 351	3 558	6,2	403	493
Mercosul	2 263	2 349	3,8	2 329	2 473	6,2	-66	-123
Argentina	1 811	1 870	3,3	2 018	2 179	7,9	-208	-309
Demais	452	479	6,0	311	294	-5,5	141	186
México	478	528	10,3	198	250	26,6	281	278
Demais	1 012	1 174	15,9	824	835	1,4	188	339
EUA ^{1/}	3 939	4 750	20,6	3 802	4 423	16,3	137	326
UE	4 740	4 784	0,9	4 371	5 022	14,9	369	-239
Europa Or. ^{2/}	259	480	85,3	265	297	12,0	-6	184
Ásia	1 748	1 905	8,9	2 271	3 199	40,8	-523	-1 294
Japão	745	658	-11,6	822	1 144	39,3	-77	-486
Coréia (Sul)	178	168	-5,7	387	580	49,8	-210	-413
China	187	427	128,1	295	415	40,5	-108	12
Outros	639	652	2,0	767	1 059	38,1	-128	-407
Demais	1 789	2 549	42,5	2 003	2 577	28,6	-214	-28

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

2/ Albânia, Bulgária, Hungria, Polônia, República Eslovaca, República Tcheca, Romênia e países da ex-União Soviética.

principais produtos da categoria encontram-se os metalúrgicos, que utilizam energia elétrica de forma intensiva em seu processo produtivo. Esse impacto deverá ser atenuado, entretanto, na medida em que algumas empresas do setor são auto-suficientes na geração de energia.

As exportações de manufaturados, que dependem da oferta doméstica de matérias-primas e produtos intermediários intensivos no uso de energia elétrica, podem recorrer à substituição de insumos domésticos por importados para atenuar os efeitos do racionamento sobre a indústria local. Assinale-se, contudo, o efeito desfavorável sobre as importações, que tenderiam a aumentar em função da substituição de insumos.

Quanto às importações, a contração nas compras de bens de consumo e capital e de matérias-primas deverá superar as importações associadas ao efeito substituição, não obstante a perspectiva de que investimentos em andamento, principalmente nos setores siderúrgico e de telefonia, poderão ser mantidos.

Assim, as exportações deverão manter o ritmo verificado até este momento, com impactos mais acentuados sobre as vendas de produtos semimanufaturados, e as importações apresentarão tendência de queda, resultando em trajetória mais favorável do saldo comercial.

Serviços e rendas

O déficit das contas de serviços e de rendas de janeiro a abril aumentou 17,1%, comparativamente ao registrado em igual período do ano anterior, totalizando US\$ 9 bilhões. Esse crescimento pode ser atribuído, basicamente, ao nível da atividade

Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões			
	1999		2000	
	Ano	Jan-Abr	Ano	Jan-Abr
Transações correntes	-25,4	-7,1	-24,6	-9,1
Balança comercial	-1,3	0,2	-0,7	-0,6
Exportações	48,0	16,2	55,1	18,5
Importações	49,3	16,1	55,8	19,1
Serviços	-7,0	-2,0	-7,6	-2,4
Transportes	-3,1	-1,0	-3,3	-1,0
Viagens internacionais	-1,5	-0,4	-2,1	-0,5
Computação e informações	-1,0	-0,4	-1,1	-0,4
Aluguel de equipamentos	-0,6	-0,2	-1,2	-0,6
Demais	-0,8	-0,1	0,1	0,0
Rendas	-18,8	-5,7	-17,9	-6,7
Juros	-14,9	-4,7	-14,6	-5,1
Lucros e dividendos ^{1/}	-4,1	-1,0	-3,3	-1,6
Salários e ordenados	0,1	0,0	0,1	0,0
Transferências correntes	1,7	0,5	1,5	0,5

1/ Inclui lucros reinvestidos.

econômica no primeiro quadrimestre, que induziu expansão do saldo negativo com serviços, e à mudança nas datas de vencimentos dos juros da dívida externa, o que contribuiu para o aumento das remessas líquidas de rendas.

O desempenho da conta de serviços em março e abril sugere desaceleração do ritmo de crescimento do déficit observado desde fevereiro de 2000. Assim, o saldo negativo de US\$ 655 milhões em março manteve-se relativamente estável ante o registrado no mesmo mês do ano anterior, enquanto o do mês de abril, US\$ 501 milhões, demonstra contração de 14,5%. Excluindo-se as rubricas de seguros e de serviços governamentais, cujo comportamento não reflete diretamente a conjuntura econômica, as variações das demais rubricas da

conta de serviços foram, por um lado, determinadas pela depreciação cambial observada desde março e, por outro lado, pelo nível de aquecimento da economia no primeiro quadrimestre. A contração das despesas predominou, pois embora as despesas líquidas com viagens, computação e informações e *royalties* e licenças tenham permanecido estáveis no primeiro quadrimestre, quando somaram US\$ 1,2 bilhão, no mês de abril, considerado isoladamente, o déficit dessas rubricas totalizou US\$ 229 milhões, o que representa retração de 21,8%, comparativamente ao mesmo mês do ano anterior. Em contrapartida, os gastos líquidos com aluguéis de equipamentos expandiram-se em US\$ 365 milhões no primeiro quadrimestre, implicando crescimento de 195% na mesma base de comparação, como resultado do aquecimento da economia. No entanto, em abril essa expansão foi inferior à da média do quadrimestre, o que sugere desaceleração do ritmo de crescimento do déficit de aluguéis de equipamentos.

O ajustamento da conta de serviços à depreciação cambial e aos efeitos do racionamento de energia elétrica deverá contribuir positivamente para a redução do déficit em transações correntes.

A conta de rendas registrou déficit de US\$ 6,7 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, crescimento de 17,7% ante o relativo a igual

período de 2000. As despesas líquidas de juros, US\$ 5,1 bilhões, elevaram-se 8,2%, refletindo aumentos de US\$ 663 milhões nas despesas brutas e de US\$ 274 milhões nas receitas brutas. O acréscimo nas despesas de juros relativas a títulos de renda fixa totalizou US\$ 842 milhões, o que representa aumento de 30,2%. Os pagamentos de juros sobre bônus sofreram incremento de US\$ 488 milhões e os relativos a *notes*, de US\$ 317 milhões, totalizando US\$ 2,1 bilhões e US\$ 1,3 bilhão, respectivamente.

As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$ 3,6 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, redução de 39% comparativamente ao mesmo período de 2000. Esse resultado reflete a contração de 36,1% nas remessas de lucros de investimentos estrangeiros diretos, que somou US\$ 3,1 bilhões no período.

Conta financeira

Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões			
	1999	2000	2001	
	Ano	Jan-Abr	Ano	Jan-Abr
Conta financeira	17,0	0,5	19,1	10,3
Investimentos diretos	26,9	8,0	30,5	6,6
Brasileiros no exterior	-1,7	-0,3	-2,3	-0,1
Estrangeiros no país	28,6	8,3	32,8	6,8
Participações ^{1/}	30,0	7,7	30,0	5,5
Intercompanhias	-1,4	0,6	2,8	1,2
Investimentos em carteira	3,8	3,5	7,0	3,2
Ativos	0,3	-0,1	-1,7	-0,3
Passivos	3,5	3,6	8,7	3,5
Derivativos	-0,1	0,0	-0,2	-0,2
Outros investimentos	-13,6	-11,0	-18,2	0,7
Ativos	-4,4	2,0	-3,0	-0,3
Passivos	-9,2	-13,0	-15,2	1,0

1/ Inclui reinvestimentos.

O saldo da conta financeira no primeiro quadrimestre totalizou US\$ 10,3 bilhões, elevando-se US\$ 9,8 bilhões relativamente ao registrado em igual período do ano anterior, devido, principalmente, à amortização de US\$ 10,3 bilhões vinculada ao Programa de Assistência Financeira coordenado pelo FMI, em abril de 2000. Os investimentos diretos líquidos, considerados os investimentos brasileiros no exterior e os estrangeiros no Brasil, totalizaram US\$ 6,6 bilhões, valor inferior em 17,3% ao registrado entre janeiro e abril de 2000. Essa contração resulta da diminuição dos investimentos estrangeiros em participação societária, que contraíram 28,4%, parcialmente compensado pelo aumento de 107%

dos empréstimos intercompanhias, que somaram US\$ 1,2 bilhão. Os investimentos estrangeiros diretos somaram US\$ 6,8 bilhões, valor equivalente a cerca de três quartos do déficit em transações correntes.

A expectativa de ingresso de capital estrangeiro na forma de investimento direto para o ano fica condicionada pelo racionamento de energia elétrica,

Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões		
	2000		2001
	Jan-Abr	Ano	Jan-Abr
Usos	-15,0	-50,5	-17,5
Transações correntes	-7,1	-24,6	-9,1
Balança comercial	0,2	-0,7	-0,6
Serviços e rendas	-7,7	-25,5	-9,0
Juros	-4,7	-14,6	-5,1
Lucros e dividendos	-1,0	-3,3	-1,6
Viagens internacionais	-0,4	-2,1	-0,5
Demais	-1,6	-5,4	-1,8
Transferências correntes	0,5	1,5	0,5
Amortizações médio e longo prazo ^{1/}	-7,9	-25,8	-8,4
Bônus, <i>notes</i> e <i>commercial papers</i>	-1,7	-7,0	-3,1
Crédito de fornecedores	-2,2	-5,7	-1,1
Empréstimos diretos ^{2/}	-4,0	-13,2	-4,2
Fontes	15,0	50,5	17,5
Conta capital	0,1	0,3	0,1
Investimentos estrangeiros diretos	8,3	32,8	6,8
Inv. ações e pap. dom. longo prazo	-0,1	2,8	0,6
Desembolsos médio e longo prazo ^{3/}	10,7	31,2	11,2
Bônus, <i>notes</i> e <i>commercial papers</i>	5,4	12,6	5,7
Crédito de fornecedores	0,9	2,7	1,0
Empréstimos diretos	4,4	15,9	4,5
Ativos brasileiros no exterior	1,6	-6,6	-0,5
Empréstimos ao Banco Central	-10,4	-10,4	0,0
Demais ^{4/}	-2,3	-1,8	1,4
Ativos de reservas	7,0	2,3	-2,0

1/ 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.

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

3/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

4/ 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.

que pode adiar alguns aportes de recursos, especialmente aqueles vinculados a novos investimentos. No entanto, outras fontes de financiamento de médio e longo prazos, como empréstimos e financiamentos, serão suficientes para cobrir o déficit em transações correntes, pois dispõem de melhores condições de liquidez no mercado internacional, decorrentes de quedas nas taxas básicas de juros nos Estados Unidos e na Zona do Euro.

O movimento de capitais relativo a investimentos em carteira produziu superávit de US\$ 3,3 bilhões no período em análise, com redução de 7,5% frente ao saldo equivalente do ano anterior. Os investimentos brasileiros em carteira acumularam saídas líquidas de US\$ 307 milhões no quadrimestre, o que representa crescimento de 112%. Os investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$ 3,5 bilhões, com os investimentos em títulos de renda fixa respondendo por 79% desse valor. Os investimentos estrangeiros em ações totalizaram US\$ 740 milhões, aumento de US\$ 666 milhões, em razão da obtenção de saldo positivo de investimentos em ações ao amparo da Resolução nº 2.689. As emissões líquidas no exterior de títulos de renda fixa totalizaram US\$ 3 bilhões, redução de 19,9%, sendo que US\$ 2,2 bilhões referiram-se a emissões líquidas de bônus. No primeiro quadrimestre foram realizadas operações de troca de bônus no valor de US\$ 2,2 bilhões, que liberaram US\$ 714 milhões em garantias colaterais (principal e juros), os quais foram incorporados às reservas internacionais.

A conta de outros investimentos reverteu o fluxo negativo ocorrido no primeiro quadrimestre de 2000, quando realizou-se a amortização de operações de regularização. Os empréstimos estrangeiros líquidos de longo prazo cresceram 11,5%, acumulando US\$ 387 milhões. Registrou-se redução de 86,5% no déficit dos créditos comerciais de fornecedores, que somou US\$ 172 milhões.

1.8 – Conclusão

Os indicadores de demanda por consumo e por investimento apresentaram comportamento diferenciado nos últimos meses. Enquanto o consumo sinaliza arrefecimento do ritmo de expansão, ainda que permaneça em patamares superiores aos registrados ao longo dos primeiros quatro meses do ano, a demanda por investimento tem registrado trajetória ascendente, tanto no que se refere à produção interna quanto à importação de equipamentos.

O desempenho do consumo tem refletido a inadimplência relativamente mais elevada, a elevação da taxa de juros e a redução dos prazos para aquisições a crédito.

A desaceleração da demanda tenderá a aprofundar-se nos próximos meses, principalmente o consumo, haja vista a deterioração das expectativas dos consumidores e a provável contração do mercado de trabalho, em resposta aos efeitos das restrições no fornecimento de energia sobre a atividade produtiva.

Os indicadores de crédito ratificam o declínio do consumo, apontando o arrefecimento na procura por novas concessões por parte das pessoas físicas e jurídicas, embora o estoque das operações contratadas junto ao sistema financeiro apresentasse crescimento significativo no segundo trimestre, associado, principalmente, ao desempenho das modalidades referenciadas à taxa de câmbio. O comportamento dos agentes sugere resposta à adoção de política monetária mais restritiva, expressa na elevação do diferencial de taxas de juros ativas e passivas iniciada em março.

As expectativas de redução na taxa de crescimento da atividade econômica, em decorrência do choque de oferta relacionado à crise energética, induzem a revisão das projeções da evolução do crédito. Nesse sentido, espera-se desaceleração mais acentuada nas contratações de novos recursos junto ao sistema financeiro, refletindo a percepção de ampliação do risco por parte das instituições bancárias associada à reprogramação de gastos pelas famílias e de investimentos pelas empresas.

Os superávits primários verificados ao longo dos últimos dois anos constituíram fatores determinantes para conter o crescimento da relação

dívida/PIB, inibindo incertezas quanto à sustentabilidade do endividamento público. Em 2001, os resultados primário positivos permaneceram fundamentados, principalmente, no aumento da arrecadação decorrente do desempenho da economia. Nos primeiros quatro meses do ano, o superávit primário atingiu R\$ 23,3 bilhões, equivalentes a 6,11% do PIB, comparativamente a R\$ 17,3 bilhões, 5,18% do PIB, em igual período do ano anterior. Assinale-se que o maior controle dos gastos públicos, com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, tem contribuído significativamente para esse desempenho, sobretudo nas esferas estadual e municipal.

A despeito do desempenho positivo do superávit primário, houve crescimento da relação dívida/PIB, que atingiu 50,2% em abril. Esse resultado evidencia os efeitos da depreciação cambial ocorrida no primeiro quadrimestre, período no qual a apropriação de juros nominais, incluída a desvalorização cambial, atingiu R\$ 40,4 bilhões, valor correspondente a 10,6% do PIB.

Entretanto, essa elevação da relação dívida/PIB foi provocada por situações conjunturais, e, portanto, não deve comprometer a coerência da condução da política fiscal, que tem contribuído de forma significativa para o processo de criação das condições necessárias para o crescimento sustentável de longo prazo.

O desempenho da balança comercial no primeiro quadrimestre de 2001 manteve a trajetória desenhada nos últimos meses de 2000, com o déficit refletindo crescimento mais acentuado das importações em resposta à evolução da atividade econômica. Nesse cenário, o impacto da desvalorização cambial e do desaquecimento da economia deverá ser positivo, como resultado de reduções mais expressivas das importações. Em relação à crise de energia, atribui-se maior probabilidade de contração nas exportações de bens semimanufaturados, cujo processo de produção é intensivo no uso de energia. A produção de manufaturas para exportação poderá ser sustentada com a utilização de insumos importados, enquanto a de produtos básicos tende a sofrer reduzida influência da limitação de energia. Relativamente às importações, a contração nas compras de bens de consumo e capital e de matérias-primas deverá sobrepor o efeito substituição e a necessidade de gerar energia de forma alternativa à hidroelétrica.

O resultado da conta serviços refletiu a depreciação cambial, mostrando desaceleração no crescimento do déficit, tendência que deverá acentuar-se nos meses de racionamento de energia. Nesse contexto, o financiamento do saldo em transações correntes por meio de capitais de longo prazo, mesmo frente à redução dos ingressos de investimentos diretos, conta com melhores condições de liquidez internacional proporcionadas pelas sucessivas reduções nas taxas básicas de juros nos Estados Unidos e na Área do Euro.

2 – Oferta agregada

2.1 – Agropecuária

Lavouras

Produção das lavouras

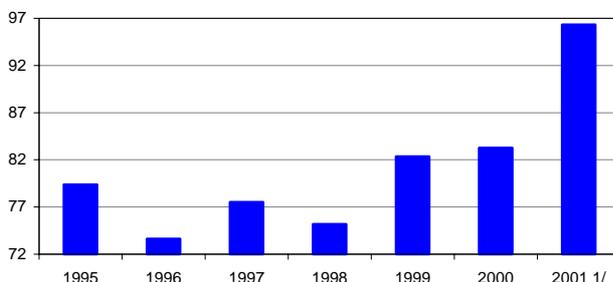
Discriminação	2000	2001 ^{1/}	1000 t
			Variação % 2001/2000
Produção de grãos	83 250	96 323	15,70
Algodão (caroço)	1 307	1 663	27,24
Arroz (em casca)	11 090	10 332	-6,83
Feijão	3 038	2 798	-7,90
Milho	31 879	40 734	27,78
Soja	32 735	36 310	10,92
Trigo	1 662	2 957	77,92
Outros	1 539	1 529	-0,65

Fonte: IBGE

1/ Refere-se ao LSPA de abril/2001.

Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE

1/ Refere-se ao LSPA de abril/2001.

A safra de grãos deverá crescer 15,7% no ano, em relação à colheita de 2000, conforme avaliação realizada pelo IBGE em abril, período em que a maior parte da safra de verão já estava determinada. Esse resultado incorpora as alterações nas previsões de queda da produção de arroz e feijão, de 2% e 3,6%, no Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de janeiro, para 7,9% e 6,8%, respectivamente, no relativo a abril. No que se refere ao feijão, o declínio da produção foi causado pela quebra da primeira safra, haja vista as expectativas favoráveis para a segunda e terceira safras dessa cultura. O declínio da produção desses dois produtos provocou elevações nos preços, que atingiram 10,6% para o arroz e 37,7% e 45,4% para feijão preto e carioca, respectivamente, conforme medido pelo IPCA. Por outro lado, são extremamente positivos os prognósticos para algodão, milho, soja e trigo, culturas que se encontram em fase de plantio. As condições climáticas têm sido satisfatórias para a segunda safra de milho e segunda e terceira safras de feijão. Constitui-se em exceção, a redução de

4,7% esperada para a produção de grãos da região Nordeste, causada por chuvas irregulares e mal distribuídas, bem como por períodos de estiagem prolongados.

Assinale-se, ainda, os crescimentos esperados na produção de mandioca e de cana-de-açúcar, 4,8% e 3,4%, respectivamente. Para o café em coco, estima-se queda de 4,1%, causada principalmente pela falta de chuvas.

Pecuária

No primeiro trimestre do ano, a produção da pecuária permaneceu em expansão, embora a taxas decrescentes. Nesse sentido, o crescimento registrado entre as produções dos primeiros trimestres de 2001 e do ano anterior atingiu 2,3%, ante 5%, se considerada a mesma base de comparação entre 2000 e 1999. Adicionalmente, a taxa acumulada em quatro trimestres registrou 2,5%, após ter encerrado 2000 com crescimento de 3,1%. Observe-se, entretanto, que a base de comparação é desfavorável, haja vista que esse subsetor tem se caracterizado por resultados positivos nos últimos anos, favorecidos pela expansão generalizada das exportações e desempenho da demanda interna. No primeiro quadrimestre do ano, comparativamente a igual período de 2000, as vendas externas de carne bovina elevaram-se 50,1% e as de suínos e de aves, 142,5% e 38,9%, respectivamente.

O desempenho apresentado pelos gêneros da indústria vinculados à produção da pecuária, no primeiro quadrimestre, demonstram a continuidade de expansão do setor. As atividades relacionadas ao abate de animais (exclusive aves) e preparação de carnes apresentaram crescimento de 2,6% ante igual período de 2000 e o abate e a preparação de aves, de 2,2%. Adicionalmente, a produção de alimentos para animais aumentou 3,3%, no mesmo período.

2.2 – Indústria

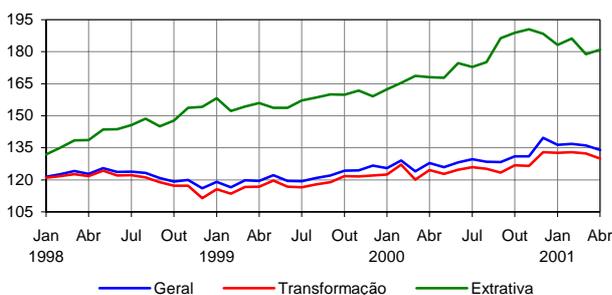
Produção industrial

Após ter crescido 6,5% em 2000, a produção industrial apresentou taxa acumulada em doze meses de 6,6% ao final de abril de 2001. Considerando a série isenta de sazonalidade, o patamar produtivo do

primeiro quadrimestre situou-se 2,5% acima do registrado no último trimestre de 2000, tendo a produção de bens de capital apresentado a elevação mais acentuada nestas bases de referência, 5,9%.

Produção industrial

Dados dessazonalizados
1992=100



Fonte: IBGE

O crescimento registrado no primeiro quadrimestre do ano, 6,8%, resultou de expansões de 9,7% na indústria extrativa e de 6,5% na transformação. O desempenho da extração mineral refletiu, principalmente, o aumento de 10,9% na produção de petróleo em bruto e de gás natural. Na indústria de transformação, responsável por cerca de 90% da produção total, destacaram-se as expansões nos gêneros de material elétrico e de comunicações, 19,3%, material de transporte, 17,8%, e mecânica,

15,5%, relacionados às categorias de bens de consumo durável e de bens de capital, que apresentaram crescimento de 20% e de 14,7% no período, significativamente superiores ao da média da indústria. Dentre os vinte gêneros industriais pesquisados, sete apresentaram contração, especialmente couros e peles, 10,5%, farmacêutica, 4,4%, e madeira, 3,3%. A produção de bens intermediários e de bens de consumo não-duráveis e de semiduráveis, também foi positiva no período, mas com percentuais mais reduzidos, de 5,3% e 1,9%, respectivamente. A produção de bens de consumo cresceu 4,6% no período.

Produção industrial por categoria de uso

Discriminação	Variação % acumulada em 12 meses			
	2001			
	Jan	Fev	Mar	Abr
Produção industrial	7,05	6,00	6,35	6,55
Bens de capital	14,90	14,04	15,93	17,38
Bens intermediários	7,05	6,14	6,16	5,94
Bens de consumo	3,65	2,12	2,73	3,39
Duráveis	21,60	18,33	19,30	18,96
Semiduráveis e não-duráveis	-0,48	-1,70	-1,23	-0,39

Fonte: IBGE

Observa-se, assim, que a evolução da produção industrial nos primeiros quatro meses de 2001 continuou privilegiando, basicamente, as categorias de uso que lideraram o desempenho do setor em 2000, quais sejam, bens duráveis e bens de capital, contribuindo para a ampliação da capacidade produtiva. Os subsetores que influenciaram mais intensamente os resultados de bens de capital foram indústria ferroviária, com elevação de 67,9%, tratores e máquinas rodoviárias, 41,7%, e equipamentos para produção e distribuição de energia elétrica, 27,8%.

A continuidade da expansão da demanda por bens duráveis foi fundamentada, principalmente, na evolução favorável do mercado de trabalho e na ampliação das compras com base na concessão de crédito.

A análise de curto prazo, revelou que a redução de 1,6% na produção industrial em abril refletiu o comportamento da transformação, -1,8%, haja vista o crescimento de 1,1% da extrativa mineral. Nesse horizonte, destacaram-se as quedas havidas nos gêneros borracha, 11%, vestuário e calçados, 4,9%, e metalúrgica, 3,3%. Por categorias de uso, com exceção da estabilidade em bens de capital, as demais apresentaram variações negativas, principalmente bens de consumo duráveis, 4,9%.

Produção industrial

Discriminação	Variação percentual			
	2001			
	Jan	Fev	Mar	Abr
Mês ^{1/}	- 2,70	0,78	- 0,30	- 1,56
Mesmo mês do ano anterior	11,90	1,43	7,73	6,10
Acumulado no ano	11,90	6,51	6,94	6,83
Acumulado em 12 meses	7,05	5,99	6,32	6,55

Fonte: IBGE

1/ Dessazonalizado.

Os indicadores da produção industrial, disponíveis para maio, não apresentaram comportamento homogêneo. A produção da indústria automobilística expandiu 5,1% no mês, e a de máquinas agrícolas, 3%, consideradas as séries isentas de sazonalidade. Por outro lado, a expedição de papelão ondulado declinou 2,4% no período. Assinale-se que o anúncio referente à necessidade de restringir o uso de energia elétrica pode ter induzido o aumento da produção, para estocagem e venda posterior, antes da limitação

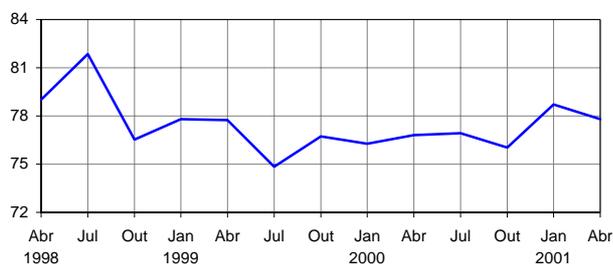
no suprimento de energia. Esse movimento, entretanto, teria como obstáculo o suprimento de insumos.

O IBGE realizou estudo, recentemente, classificando as indústrias segundo o gasto com energia elétrica e a intensidade desse gasto no valor da transformação industrial. Considerando o período 1992-2001, a produção das indústrias classificadas como de alta intensidade cresceu 17,1% e a das classificadas como de intensidade média e baixa expandiram sua produção em 28,5% e 30,1%, respectivamente, ante evolução de 24,3% da indústria geral. As três categorias, alta, média e baixa, são responsáveis por 26,6%, 33,2% e 40,1% do valor da transformação industrial, respectivamente. Assim, em princípio, a restrição ao uso de energia elétrica atingiria com maior impacto parte da indústria com menor importância relativa no total produzido. Observe-se, entretanto, que o estudo não considerou os efeitos ao longo da cadeia produtiva.

As pesquisas sobre o nível de utilização da capacidade instalada têm mostrado, sucessivamente, crescimento da utilização em percentuais inferiores ao crescimento da produção industrial, o que evidencia, basicamente, ampliação da capacidade instalada.

Utilização da capacidade instalada

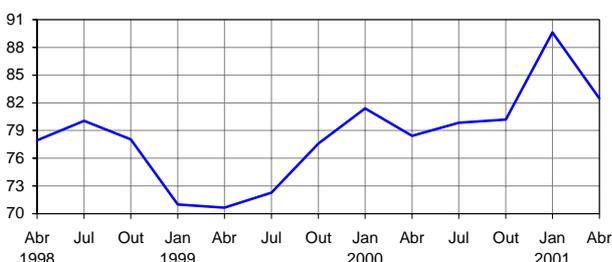
Bens de consumo
Dados dessazonalizados
Percentual médio



Fonte: FGV

Utilização da capacidade instalada

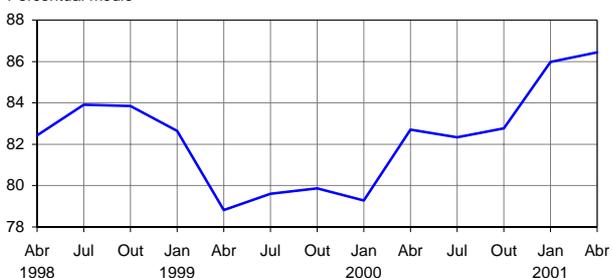
Bens de capital
Dados dessazonalizados
Percentual médio



Fonte: FGV

Utilização da capacidade instalada

Material de construção
Dados dessazonalizados
Percentual médio



Fonte: FGV

Utilização da capacidade instalada

Bens de consumo intermediário
Dados dessazonalizados
Percentual médio



Fonte: FGV

Assim, a sondagem conjuntural da indústria de transformação, realizada pela Fundação Getúlio Vargas nos primeiros dias de abril, indicou que 84,2% das instalações estavam sendo utilizadas, ante 83,1% em igual mês de 2000, o que representa crescimento de 1,3% ante elevação de 6,1% da produção industrial em abril de 2001, comparativamente a abril de 2000. Observe-se que, em janeiro, o nível de utilização das instalações situara-se em 82,1%. Em relação a esse mês, considerando-se a série isenta de sazonalidade, a utilização de abril apresentou crescimento de 0,5%. A taxa mais elevada da série persiste em 86%, registrada em abril de 1995.

A análise por grupos de bens mostrou, na comparação entre abril deste ano e abril de 2000, elevação generalizada no uso das instalações, com maior intensidade nos setores vinculados à realização de investimentos. Nesse sentido, em bens de capital e materiais de construção os crescimentos respectivos alcançaram 4,9% e 4,4%. Em bens de consumo intermediário, cujas instalações normalmente têm sido usadas em patamar mais elevado, o crescimento atingiu 1,7%. O maior percentual de utilização, 88,6%, ocorreu em bens intermediários, próximo ao pico de 90%, registrado em outubro de 1996.

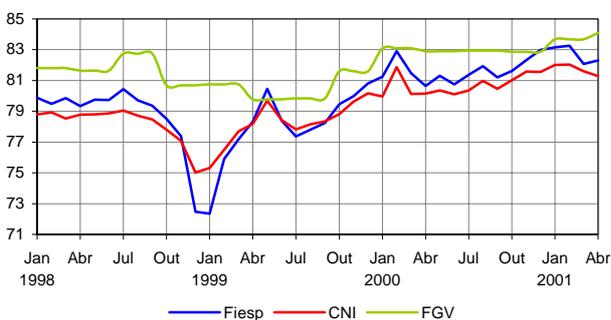
Dos 21 gêneros, em 11 registrou-se elevação em relação a abril de 2000, sendo que em oito o nível observado superou a média da indústria. Celulose, papel e papelão permaneceu como o gênero no qual o nível de utilização mostrou-se mais acentuado.

Os indicadores industriais da Confederação Nacional da Indústria (CNI) apontam crescimento de 0,7% na ocupação média da capacidade

Utilização da capacidade instalada

Dados dessazonalizados

Percentual médio



instalada no primeiro quadrimestre do ano, ante a registrada no último de 2000, considerada a série isenta de sazonalidade. Esse percentual é inferior ao resultante da comparação entre o primeiro trimestre de 2001 e o último de 2000, elevação de 1,1%. Ressalte-se, além disso, que o percentual de abril situou-se 0,4% abaixo do correspondente a março. Entretanto, a comparação com abril de 2000 identificou crescimento de 1,4%, e, no acumulado no ano, de 1,5%. Ou seja, a utilização da capacidade instalada permanece elevada, mas mostra sinais de desaceleração, acompanhando o comportamento da produção industrial e dos investimentos visando a ampliação das instalações.

Na indústria paulista também observou-se elevação do percentual médio de utilização da capacidade instalada no primeiro quadrimestre de 2001, cuja média situou-se 1,4% acima da média do mesmo período de 2000. No mesmo período e nas mesmas bases de comparação as vendas industriais reais apresentaram crescimento de 18,4%. Comparativamente ao último quadrimestre de 2000, a utilização das instalações ampliou-se em 0,82%.

Principais aspectos das medidas relacionadas à implementação do racionamento de energia elétrica

Com o objetivo de propor e implementar medidas de natureza emergencial para compatibilizar a demanda e a oferta de energia elétrica, de forma a evitar interrupções intempestivas ou imprevistas, o governo criou, em 15 de maio de 2001, a Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE).

À GCE compete atenuar os impactos negativos da crise de energia elétrica sobre os níveis de crescimento, emprego e renda, regulamentar e gerenciar medidas de curto prazo, com o objetivo de reduzir o consumo de energia elétrica, priorizar setores estratégicos, estimular a autoprodução de energia, definir condições específicas de comercialização de energia elétrica entre concessionários, permissonários e autorizados, bem como entre estes e os consumidores.

Principais medidas introduzidas pela GCE:

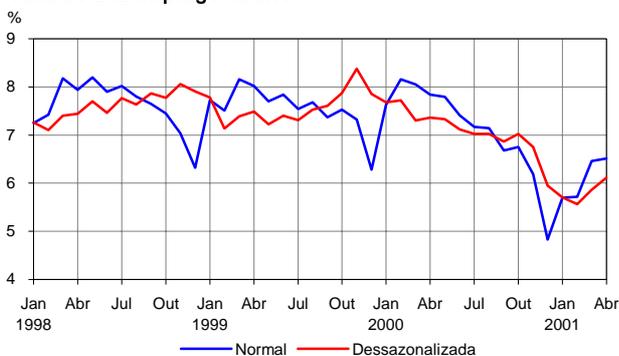
- redução do consumo de energia elétrica no âmbito da Administração Pública Federal, direta, autárquica e fundacional;
- introdução de regimes especiais de tarifação para consumidores residenciais;
- criação de meta de redução de consumo em 20%, em relação à média consumida nos meses de abril a junho de 2000, exceto para consumidores com gasto mensal de até 100 kWh. Não se aplicarão percentuais de aumento de tarifas aos consumidores que observarem as respectivas metas;
- suspensão do fornecimento de energia elétrica ao consumidor que reincidir na inobservância da meta de redução;
- criação de metas de redução de consumo de 15% a 25%, em relação à média consumida nos meses de abril a junho de 2000, para os consumidores comerciais, industriais, de serviços e outras atividades:
 - para os consumidores da classe industrial que exerçam atividades de fabricação de equipamentos para produção e efficientização do uso de energia elétrica, produção de alimentos, bebidas, têxtil, couro, calçados, automóveis e autopeças, a meta é de 15%. Para os que exerçam atividades de petroquímica e outros químicos, mineração e pelotização, siderurgia integrada, produção de celulose, madeira e moveis, a meta é de 20%. A meta de 25% ficou fixada para os consumidores que exerçam atividades de metalurgia, siderurgia não integrada, produção de alumínio, gás industrial, soda, cloro, papel, ferro-liga e cimento;
- caso o consumo mensal seja inferior à meta fixada, o saldo em kWh, a critério do consumidor, será acumulado para eventual uso futuro ou a distribuidora poderá adquirir a parcela através de mecanismos de leilões. Por outro lado, se o consumo mensal superar a meta fixada, a parcela excedente será adquirida junto à concessionária distribuidora ao preço praticado no Mercado Atacadista de Energia Elétrica (MAE) ou compensada com eventual saldo acumulado;
- os consumidores que descumprirem a respectiva meta fixada ficarão sujeitos à suspensão do fornecimento, caso inviabilizada a compensação prevista anteriormente;
- redução do consumo de 10% para os consumidores rurais;
- incentivo à diversificação da matriz energética, de modo a reduzir a dependência do regime hidrológico;
- estímulo às pesquisas com vistas ao desenvolvimento de fontes alternativas de energia;
- alteração de tributos e tarifas sobre bens e equipamentos que produzam ou consumam energia;
- suspensão e limitação no fornecimento de energia elétrica, pelas concessionárias, permissionárias e autorizadas localizadas nas Regiões Sudeste, Centro-Oeste e Nordeste, à pedidos de aumento de carga, festividades, eventos esportivos noturnos, fins ornamentais e de propaganda;
- regulamentação do Mercado Atacadista de Energia Elétrica (MAE), ambiente organizado onde se processam as transações de compra e venda de energia entre seus participantes.

2.3 – Mercado de trabalho

Emprego

A maior parte dos indicadores relativos ao mercado de trabalho sinalizou continuação da tendência de crescimento do nível de emprego nos primeiros meses de 2001. Em abril, os resultados da pesquisa domiciliar do IBGE confirmaram o aumento do emprego formal, apurado pelo Ministério do Trabalho e Emprego. Entretanto, indicadores específicos sobre o emprego industrial registraram, nesse mês, interrupção de longa série de resultados positivos.

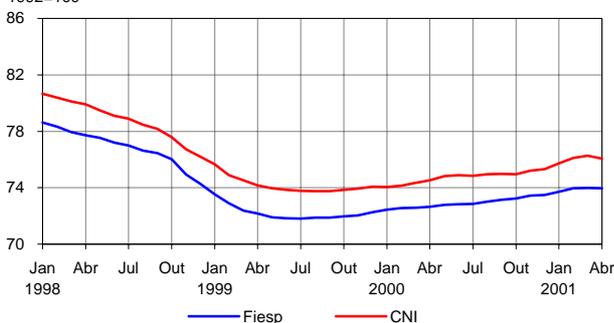
Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

A taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas, situou-se em 6,51%, em abril, comparativamente a 6,46% no mês anterior. De forma semelhante ao ocorrido no primeiro trimestre, a taxa de desemprego registrada em abril foi inferior às de meses correspondentes de 1998 a 2000. Em relação ao número de ocupados, as variações médias foram negativas nos quatro primeiros meses do ano, com exceção da registrada em março. Mesmo assim, a ocupação média do quadrimestre superou em 2,04% a de igual período de 2000. Na mesma base de comparação, o número de desocupados declinou 23,88%.

Emprego industrial
Dados dessazonalizados
1992=100



A partir de abril de 2000, a contração das taxas de desemprego tem sido acompanhada por aumento do nível de ocupação dos trabalhadores com carteira assinada, com exceção do mês de março deste ano. Esse resultado, conjugado à trajetória de queda da ocupação dos trabalhadores sem carteira a partir de 2000, aponta aumento do emprego formal. Esse comportamento pode ser atribuído às expectativas positivas dos empregadores em relação ao nível de atividade, formadas em períodos anteriores.

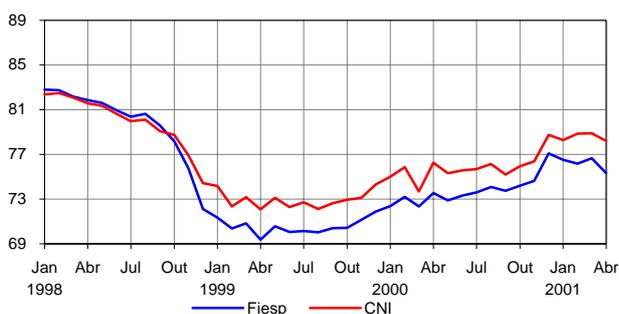
Desagregando-se por setores da economia, em abril foram registrados aumentos de 0,42% na indústria de transformação e de 1,94% nos serviços. Embora o nível de ocupação no comércio tenha sido 0,5% superior ao de março, declinou 1,06% na comparação com o indicador

de abril do ano passado. Na construção civil, a queda totalizou 5,86%, assinalando-se que desde fevereiro tem ocorrido diminuição do contingente de ocupados no setor, em relação a períodos correspondentes do ano anterior.

Quanto à indústria paulista, estatísticas divulgadas pela Fiesp indicaram que, após eliminação do fator sazonal, o nível de emprego em abril declinou 0,03% em relação ao de março. Essa queda ocorreu após 18 meses consecutivos de aumento da ocupação no setor, assinalando-se que desde maio de 2000, as comparações com mesmo mês do ano anterior têm revelado crescimentos do emprego superiores a 1%. De acordo com a pesquisa da CNI, que abrange 12 estados da federação, o aumento do emprego industrial totalizou 1,5% no primeiro quadrimestre de 2001, relativamente a patamar de igual período de 2000. Nas comparações com mesmo mês do ano anterior, têm-se verificado variações positivas desde abril do ano passado, registrando-se que nos três primeiros meses de 2001 os aumentos a cada mês superaram 2% e em abril atingiu 1,4%. Entretanto, esse comportamento ainda não compensou as perdas verificadas entre agosto de 1995 e março de 2000, período em que o nível de emprego recuou 22,43%.

Horas trabalhadas na produção

Dados dessazonalizados
1992=100



Excetuando-se fevereiro deste ano, desde dezembro de 1999 as vendas industriais reais têm aumentado em relação a período correspondente do ano anterior. Na indústria paulista, as vendas cresceram por um período mais longo, com resultados positivos desde outubro de 1999. Comparando-se os meses de abril de 2000 e de 2001, as vendas industriais reais aumentaram 22,37%, enquanto o número de horas trabalhadas cresceu 3,5%, o que indica continuação dos ganhos de produtividade no setor.

Os dados da CNI revelaram aumentos de 14,7% nas vendas industriais e de 4,1% nas horas trabalhadas, em março.

Ratificando a tendência de crescimento do número de trabalhadores com carteira assinada mensurada pela Pesquisa Mensal do Emprego, os resultados apurados pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego foram positivos em abril, registrando a criação de 140 mil empregos, com

aumento de 0,2% no índice dessazonalizado. Na comparação das médias dos quatro primeiros meses do ano, com igual período de 2000, o crescimento totalizou 3,15%, decorrente da criação de 303,5 mil postos de trabalho no período. Setorialmente, as variações ocorridas em abril na indústria de transformação, nos serviços e no comércio, nas comparações com abril de 2000, atingiram, respectivamente, 3,56%, 3,85% e 3,86%. Juntos, esses três setores geraram 109 mil empregos. A construção civil apresentou resultado mais modesto, com crescimento de 0,64%, determinado pela criação de 14,6 mil ocupações.

Salários e rendimentos

Os rendimentos médios não apresentaram ganhos reais no primeiro trimestre, conforme indicado pela pesquisa domiciliar do IBGE. Quanto ao setor industrial, tanto os ganhos de produtividade, registrados pelo IBGE e pela Fiesp, como a evolução do Custo Unitário do Trabalho, continuam sinalizando ausência de pressão sobre os preços no que diz respeito à mão-de-obra como fator de produção.

Rendimentos médios reais
Média móvel em 12 meses



Fonte: IBGE

No primeiro trimestre do ano, os rendimentos médios reais apurados pela pesquisa domiciliar do IBGE apresentaram queda de 0,49% ante igual período do ano precedente. Entretanto, a avaliação dos últimos doze meses até março revelou ganhos reais de 0,25%, enquanto a série com ajuste sazonal indicou elevação de 0,29% em março, comparativamente a fevereiro. No trimestre, apenas o setor serviços registrou crescimento dos rendimentos médios, 0,99%, com a construção civil apresentando o maior declínio, 4,11%. Analisando-se a evolução do rendimento médio real por categorias de trabalhadores, verifica-se que apenas os que atuavam por conta própria obtiveram ganhos reais, que atingiram 3,86% no trimestre, enquanto os empregados com e sem carteira assinada sofreram contrações de 0,91% e de 4,12%, respectivamente, e os empregadores, de 0,85%. O declínio nos rendimentos ocorreu de forma generalizada nas regiões metropolitanas pesquisadas, no trimestre, com exceção do Rio de Janeiro, onde houve ganhos reais médios de 4,33%.

A massa salarial elevou-se novamente nos 12 estados pesquisados pela CNI, alcançando expansão de 1,01%, em abril, na série dessazonalizada, resultado que eleva os ganhos acumulados do ano a 6%.

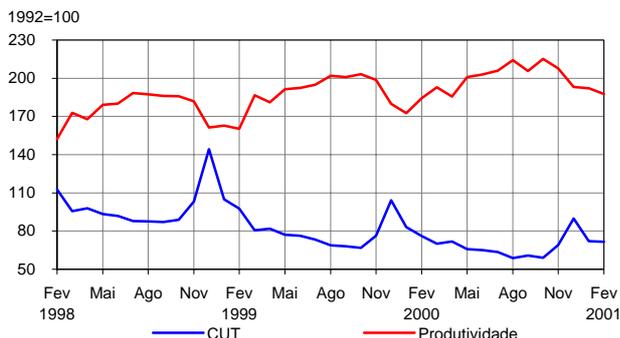
O salário médio real na indústria paulista, divulgado pela Fiesp, registrou aumento de 1,63%, em abril, na série isenta de sazonalidade, e elevação de 7,79%, na relação com igual mês de 2000. Esse resultado foi semelhante ao revelado pela comparação das médias dos quatro primeiros meses dos anos 2001 e 2000, 7,73%. A combinação desse resultado com o aumento do nível de emprego, implicou crescimento de 9,71% na massa salarial real. O total de salários pagos pela indústria paulista aumentou 1,8% em abril, em relação a março, após eliminação do fator sazonal.

Custo unitário do trabalho e produtividade

Em fevereiro, a produtividade industrial, avaliada pela razão entre a produção industrial e as horas pagas na produção, divulgadas pelo IBGE, cresceu 1,74% em relação a igual mês do ano anterior. Esse aumento resultou da elevação de 1,43% na produção industrial no período e da diminuição de 0,3% nas horas pagas na produção. Assinale-se que a indústria extrativa mineral apresentou expansão do índice de produtividade de 14,14% e a de transformação, de 0,46%. Em sete dos vinte gêneros industriais pesquisados houve aumento da produtividade, com destaque para as indústrias de bebidas e fumo, que apresentaram variações de 12,74% e de 9%, na ordem. Ressalte-se a tendência de crescimento da produtividade na indústria de transformação desde janeiro de 1996, quando se considera comparações com mesmo mês do ano precedente.

O custo unitário do trabalho (CUT), indicador do custo da mão-de-obra na indústria, permanece apresentando queda nas comparações com mesmo mês do ano anterior, mantendo evolução iniciada em junho de 1997. O desempenho do CUT no período, diminuição de 5,96%, refletiu o declínio de 4,62% na folha de pagamentos deflacionada pelo IPA-DI, combinado com o aumento de 1,43% na produção industrial física. A razão entre a folha de pagamentos e o valor da produção, ambos nominais, caiu 4,33% em fevereiro, quando comparada a mesmo mês do ano anterior.

Custo unitário do trabalho



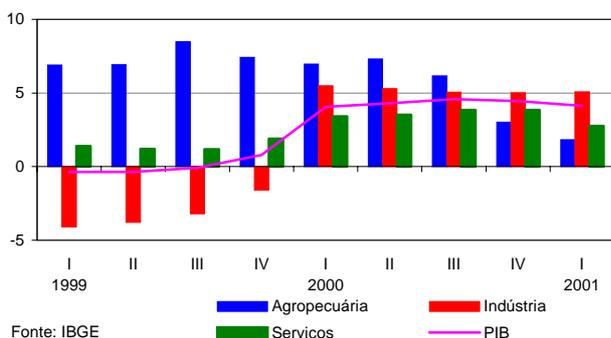
Fonte: IBGE e elaboração do Banco Central

O indicador de produtividade da indústria paulista, calculado pela Fiesp, também apresentou evolução positiva em relação ao mesmo mês de 2000. Em março, houve aumento de 4,5%, contribuindo para que a média do trimestre se situasse em patamar 2,8% superior ao registrado nos três primeiros meses de 2000. Entretanto, nas comparações com o mesmo mês do ano precedente, não houve tendência de crescimento tão longa como a apresentada pela pesquisa do IBGE. Em fevereiro, houve queda de 0,24% e, em quatro meses de 2000, a produtividade da indústria paulista diminuiu, na mesma base de comparação.

2.4 – Produto Interno Bruto

Produto Interno Bruto

Variação % acumulada no ano



Fonte: IBGE

Após crescimento de 4,5% em 2000, o PIB a preços de mercado acumulou taxa de 4,47%, considerando os quatro trimestres até o primeiro de 2001. O primeiro trimestre desse ano apresentou expansão de 4,13% relativamente a igual período do ano precedente, ainda refletindo base de comparação favorável. Assinale-se que o valor adicionado a preços básicos elevou-se 3,69% e os impostos sobre produtos, 7,78%, na mesma base de referência.

Produto Interno Bruto

Discriminação	2000				2001
	I	II	III	IV	I
Acumulado ao longo do ano	4,07	4,30	4,58	4,46	4,13
Acumulado em 4 trimestres	1,86	3,11	4,29	4,46	4,47
Trimestre/igual trimestre					
do ano anterior	4,07	4,51	5,11	4,11	4,13
Trimestre/trimestre anterior					
com ajuste sazonal	1,29	1,42	1,15	0,34	0,26

Fonte: IBGE

Excetuando-se o subsetor extrativa vegetal e silvicultura, que representa cerca de 0,5% do PIB, os demais apresentaram taxas de variação positivas, considerando idênticos trimestres de 2001 e de 2000. O desempenho registrado pelo PIB foi determinado, basicamente, pelo comportamento da indústria, setor que apresentou expansão acima da média, 5,09%. A exemplo dos trimestres anteriores, as taxas mais expressivas de crescimento foram

registradas pela indústria extrativa mineral e pela de transformação. A indústria da construção civil mostrou recuperação, tendo aumentado a produção em 4,2%, ante elevação de 2,6% na comparação entre 2000 e 1999. Na agropecuária, o crescimento atingiu 1,82%. Observe-se

Efeitos do racionamento de energia elétrica sobre o PIB em 2001

A análise a seguir busca estimar o impacto da crise energética sobre o PIB neste ano. Inicialmente, identificou-se na estrutura do PIB os segmentos que serão atingidos diretamente pela escassez do insumo e aqueles que, por razões metodológicas ou por características próprias, não irão refletir de modo significativo a crise energética. No setor industrial, os subsetores da indústria de transformação, da construção civil e dos serviços industriais de utilidade pública (Siup) serão afetados, o mesmo acontecendo com os subsetores de comércio e transportes, nos serviços. A agropecuária e os demais subsetores de serviços não deverão ter seus desempenhos comprometidos ou sofrerão impactos marginais.

O resultado do exercício descrito neste texto indica que os impactos da crise energética sobre a evolução do PIB encontram-se no intervalo entre um e dois p.p. negativos. No entanto, há sinais iniciais de que o impacto sobre o PIB pode situar-se abaixo da estimativa média. Vários fatores irão determinar a magnitude do impacto do racionamento sobre o nível de atividade:

- a) a autogeração de energia e a capacidade de ampliá-la neste momento;
- b) o redirecionamento da produção para regiões não afetadas pelo racionamento;
- c) a capacidade de substituição de fontes energéticas;
- d) a racionalização do uso de energia; e,
- e) a transferência de energia entre setores.

Entre esses fatores, destaca-se o último, que se refere ao processo de transferência de energia dos segmentos cuja relação entre o gasto de energia e o valor do produto adicionado é elevada para os demais segmentos da indústria. Estudo recente do IBGE evidencia que as diferenças da relação gasto de energia/valor adicionado entre os setores industriais são significativas¹. Ressalta, ainda, que os setores que apresentam consumo relativo de energia mais elevado, e portanto mais sensíveis à crise, registraram menores crescimentos nos últimos anos, fato que pode amenizar o impacto da crise sobre o crescimento econômico. O quadro a seguir sintetiza essas informações.

Observe-se que os segmentos com alta intensidade no uso de energia elétrica consomem 62% da energia elétrica destinada à indústria e participam com 26% no valor do produto industrial. No outro extremo, os segmentos com baixa intensidade nos gastos de energia elétrica consomem 13,4% da energia elétrica destinada ao setor industrial e respondem por 40,1% do produto fabril. Existem, portanto, estímulos para que o mercado atacadista de energia encontre a melhor distribuição para o insumo escasso, resultando em menor impacto sobre o produto global.

1/ Apresentação do IBGE em encontro promovido pela Fiesp em 7.6.2001.

Evolução da indústria 1992-2001				
Ano	Intensidade do gasto com energia elétrica			Taxa de variação
	Alta	Média	Baixa	Indústria geral
1992	-2,8	-1,1	-6,3	-3,7
1993	6,0	7,4	6,7	7,5
1994	5,3	7,1	8,4	7,6
1995	-0,3	0,1	6,9	1,8
1996	1,6	3,6	2,3	1,7
1997	3,4	3,4	4,3	3,9
1998	-2,9	0,9	-2,4	-2,0
1999	0,6	-0,7	0,0	-0,7
2000	5,5	5,1	7,9	6,5
2001*	1,9	6,5	10,6	6,8
1992-2000	17,1	28,5	30,1	8,2
Particip. no valor da transf. industrial	26,7	33,2	40,1	100,0
Particip. no gasto de energia elétrica	62,0	24,6	13,4	100,0

Fonte: IBGE
* Em 2001, até abril.

Critérios utilizados para a estimativa

Tendo em vista as incertezas que envolvem o pleno funcionamento do mercado atacadista de energia, delinearam-se dois cenários: no primeiro, não se considera transferência de energia entre setores e, portanto, os cortes efetivos por segmento da indústria são os estabelecidos na Resolução nº 8, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica; no segundo, considera-se que o estímulo via mercado atacadista produza redução no consumo de energia nos setores eletrointensivos, de tal modo que os demais setores não necessitem diminuir o consumo de energia durante o racionamento, em relação a igual período do ano passado.

O cálculo do impacto sobre o produto da indústria de transformação considerou o seguinte modelo :

$$I = \sum_{j=1}^n [P_j \cdot Ce_j \cdot (1 - A_j) \cdot (1 - ERS) \cdot R_j \cdot E_j]$$

em que,

I = impacto na indústria;

P = participação do setor no PIB industrial;

Ce = corte médio de energia efetivo;

A = percentual de autogeração de energia;

ERS = percentual de atenuação dos efeitos devido aos processos de racionalização, redirecionamento geográfico da produção e substituição de fontes energéticas;

R = percentual da produção do setor situado na região de racionamento;

E = coeficiente de elasticidade energia-produto;

j = setores de produção.

O corte médio efetivo de energia (C_e) indica o percentual do consumo de energia que cada setor deverá diminuir no período junho a novembro de 2001 em relação a igual período de 2000, para atingir as metas de redução estabelecidas em relação ao trimestre maio a julho do ano passado.

A participação da energia elétrica gerada pelas próprias empresas (A) em relação ao consumo total de energia tem aumentado nos últimos anos, passando de 10,16% em 1990 para 16,19% em 1999, segundo informações do Balanço Energético Nacional (BEN). A maior parte da autogeração concentra-se nos setores energo-intensivos, com destaque para as indústrias de papel e celulose e siderurgia.

No tocante à localização geográfica, as regiões Sudeste, Centro-Oeste e Nordeste detinham 75% da produção da indústria de transformação em 1998, segundo as Contas Regionais do Brasil, publicação integrante das Contas Nacionais. Esse foi o percentual utilizado para a maior parte dos ramos industriais, à exceção dos eletrointensivos. Para estes, utilizaram-se as informações de localização regional da produção das quinhentas maiores empresas consumidoras de energia elétrica do país.

Admitiu-se, para fins de análise, que os processos de racionalização de energia, substituição de fontes energéticas, bem como de deslocamento da produção para unidades localizadas fora da área de racionamento tendem a minimizar o impacto em 50%. Informações recentes sobre a capacidade de redução do consumo de energia elétrica sem afetar o fluxo de produção, sobretudo em empresas da indústria não intensiva, e ainda, o incremento na importação e produção de geradores e equipamentos associados à geração de energia, indicam que o percentual utilizado pode estar subestimado.

A estimativa dos coeficientes de elasticidade tomou por base a evolução da produção industrial e do consumo de energia elétrica nas últimas duas décadas. Para a indústria de transformação, utilizaram-se dados mensais do consumo regional da Eletrobrás e de produção industrial regional do IBGE, logaritimizados, de 1980 a 2000. O coeficiente obtido, resultante da ponderação das elasticidades calculadas para as regiões nordeste, sudeste e centro-oeste pelos respectivos consumos de energia, foi de 0,58 (a mesma estimativa, utilizando-se dados em nível nacional, resulta em 0,48). A elasticidade de 0,58 foi utilizada para a maior parte dos ramos industriais. Para os setores discriminados pela Resolução nº 8, foram calculados coeficientes específicos, quando a disponibilidade de dados permitiu.

O impacto da crise energética no produto dos Siup foi obtido tomando-se o percentual médio do corte de energia (20%) ponderado pela participação do subsetor no PIB (3,01%), uma vez que esse segmento refere-se, praticamente, à oferta de energia elétrica.

O cálculo para a construção civil seguiu o modelo utilizado para a indústria. A elasticidade (0,59) foi obtida utilizando-se dados de consumo de energia e de produção para o setor, de 1982 a 1999, constantes do BEN.

A variação do subsetor comércio decorre, na sua maior parte, das variações dos produtos da agropecuária e da indústria de transformação, ponderados pelas respectivas margens de comércio. O cálculo para o setor considerou, portanto, o impacto nesses setores e o efeito do racionamento no próprio segmento comercial.

Por fim, no item transportes, a influência direta da restrição de energia elétrica é pouco expressiva, mas os reflexos no setor decorrentes da queda do nível de atividade deverão ser significativos. O cálculo da variação baseou-se neste segundo fator, considerando a sua relação com o PIB nos últimos anos.

Resultados

O quadro a seguir apresenta as estimativas para o PIB em 2001, com desagregação setorial, considerando-se as expectativas anteriores à crise e posteriores, contempladas nos cenários 1 e 2 antes mencionados.

Os impactos da crise energética sobre a evolução do PIB encontram-se no intervalo entre um e dois p.p. negativos.

Itens	Pesos	Estimativas das variações setoriais			Impacto no PIB	
		Inicial	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 1	Cenário 2
Indústria de transformação	22,5	5,2	0,4	2,8	-1,1	-0,5
Construção civil	9,0	3,0	-0,5	2,1	-0,3	-0,1
SIUP	3,0	4,0	-2,3	-2,3	-0,2	-0,2
Transportes	3,3	3,7	2,3	2,6	0,0	0,0
Comércio	7,5	4,5	0,0	2,4	-0,3	-0,2
Instituições financeiras	5,4	4,1	2,4	3,4	-0,1	0,0
PIB a preços de mercado		4,4	2,4	3,4	-2,0	-1,0

Os resultados revelam a importância dos fatores de substituição, racionalização e economia de energia. Em particular, é relevante o processo de transferência de energia entre os setores produtivos, haja vista a magnitude dos ganhos para a economia como um todo, evidenciada pela diferença entre as estimativas para o PIB nos dois cenários. Destaque-se que a redução do consumo de energia dos eletrointensivos, considerada no cenário 2, foi estabelecida de tal modo que os demais setores da indústria mantivessem, durante o racionamento, o nível de consumo observado em igual período de 2000². Simulações realizadas pela Secretaria de Política Econômica (SPE), do Ministério da Fazenda, em que se admite otimização de transferência de energia entre setores, indicaram que o impacto negativo sobre o produto da economia alcançaria 0,8 p.p.

2/ A partir de dados da Aneel, calculou-se que a redução do consumo de energia entre os eletrointensivos, necessária para viabilizar o cenário 2, seria de 39%, de modo linear. Não se considerou a autogeração de energia, o que tenderia a reduzir esse valor.

que, apesar das expectativas de acentuada elevação da safra de grãos, que deverá superar em 15,7% a colheita de 2000, conforme estimativa realizada em abril, houve crescimento de apenas 1,72% nas lavouras. A produção animal expandiu 3,08%. Nos serviços, houve elevação de 2,76%, e as taxas mais elevadas de crescimento foram registradas em comércio, 8,31%, e em outros serviços, 3,39%.

Considerando série ajustada sazonalmente, o PIB a preços de mercado, no primeiro trimestre de 2001, apresentou crescimento de 0,26%, ante o último de 2000. Em igual período de 2000, a taxa alcançara 1,3%.

2.5 – Conclusão

A trajetória de expansão do produto, iniciada ao final de 1999, manteve-se até abril, com a maior parte dos indicadores situando-se em patamar superior ao registrado em igual período de 2000, ainda que tenha sido identificada redução no ritmo de crescimento, como ocorreu com a produção da indústria. A expectativa quanto aos próximos meses é de continuidade da desaceleração do crescimento, sendo o comportamento de cada setor determinado pelo suprimento de energia elétrica ao próprio setor e aos fornecedores de insumos. Assinale-se, entretanto, que o comportamento da produção de bens de capital para a geração de energia já havia mostrado sinais de maior expansão a partir do final de 2000, ano em que o aumento da produção desses bens atingiu 3,2%. No primeiro quadrimestre de 2001 houve aceleração nesse movimento, com a taxa de crescimento alcançando 34%, em relação a igual período do ano anterior.

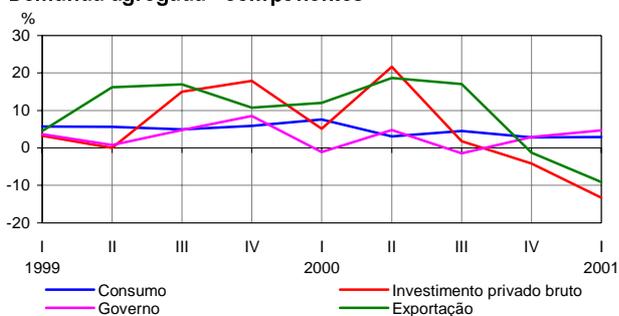
O comportamento da produtividade e do custo unitário do trabalho permanece favorável, o que indica que o crescimento do valor da produção continua sendo superior ao da folha de pagamentos, mesmo com a recuperação ocorrida no emprego industrial.

Quanto ao setor agrícola, a cada novo Levantamento Sistemático da Produção Agrícola, o IBGE tem divulgado previsão mais favorável sobre a safra de grãos e sobre outros produtos da lavoura. A expectativa, portanto, é de que o setor seja bem sucedido em termos de suprimento adequado da economia. As exceções são a produção de arroz e de feijão, sendo que para o primeiro desses produtos a existência de estoques tende a reduzir o impacto da diminuição na colheita.

3 – Economia internacional

3.1 – Estados Unidos

Demanda agregada - componentes^{1/}

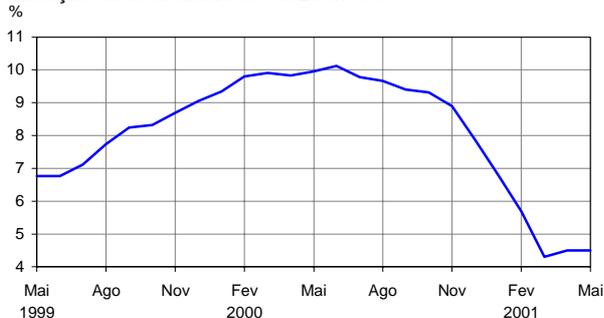


Fonte: Bureau of Economic Analysis

1/ Variação trimestral anualizada, dessazonalizada e deflacionada.

Vendas no varejo

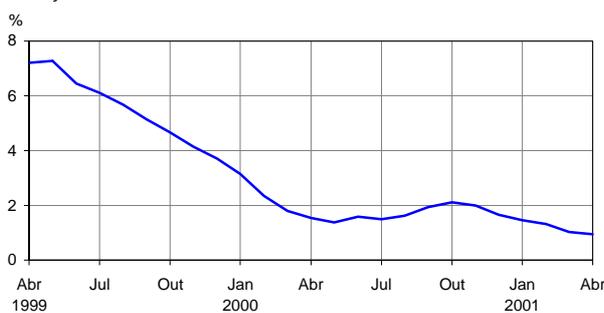
Variação do acumulado em doze meses



Fonte: Bureau of the Census

Valor da construção realizada

Variação do acumulado em doze meses



Fonte: Bureau of the Census

O ritmo de crescimento da economia dos Estados Unidos manteve-se declinante no primeiro trimestre de 2001, sugerindo a acomodação da atividade econômica, após o mais longo ciclo de expansão já registrado. Nesse cenário, e considerando os reduzidos níveis dos indicadores de confiança e a significativa contração dos lucros das empresas, o banco central dos Estados Unidos aprofundou a distensão da política monetária iniciada em janeiro deste ano, objetivando evitar que a desaceleração da atividade venha a se configurar em recessão.

Os indicadores recentes de demanda ratificam a desaceleração do ritmo de seu crescimento iniciado no segundo semestre de 2000. As encomendas às fábricas declinaram 3% em abril, após expansão de 0,7% em março, na série dessazonalizada. Considerando-se a variação acumulada em 12 meses até abril, as encomendas situaram-se em patamar 2,6% superior à de igual período do ano precedente, após situarem-se em 3,6% até março e em 7,1% até dezembro de 2000. A variação das vendas no varejo acumuladas em 12 meses registrou estabilidade no patamar de 4,5% em abril e em maio, após situar-se em 4,3% em março e em 7% em fevereiro. Adicionalmente, o investimento fixo também se manteve em desaceleração. A variação

anual do estoque de crédito estabilizou-se no patamar de 10% desde o início do ano, interrompendo a trajetória ascendente iniciada em setembro de 1999.

Resultado fiscal

Acumulado em 12 meses

US\$ bilhões



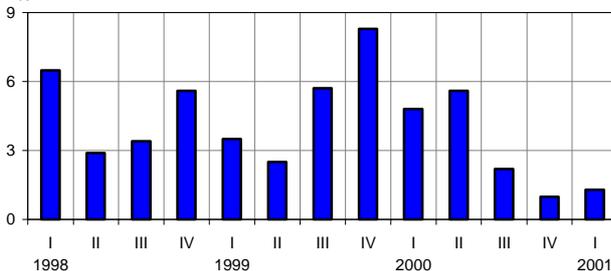
Fonte: Department of the Treasury

O resultado fiscal acumulado em 12 meses mantém-se em trajetória ascendente, contribuindo marginalmente para a sustentação da demanda. O superávit acumulado no ano fiscal de 2001 até abril, atingiu US\$ 165 bilhões, expressivamente superior a US\$ 124 bilhões e US\$ 65 bilhões registrados nos períodos correspondentes dos anos fiscais de 2000 e de 1999.

No cenário de contração da demanda interna e disseminação da tendência aos parceiros comerciais, as importações expandiram-se em proporção inferior às exportações no primeiro trimestre do ano, e expressivamente abaixo da taxa de crescimento registrada em igual período de 2000, contribuindo para a diminuição na taxa de expansão déficit comercial. Nesse sentido, as importações no primeiro trimestre de 2001 elevaram-se 4,5% relativamente às registradas nos três primeiros meses do ano precedente, quando a taxa de crescimento se situou em 23,5%, enquanto as exportações, aumentaram 4,9% e 12,9% nas mesmas bases de comparação. Esse desempenho determinou elevações do déficit comercial de 3,7% e de 49,6%, respectivamente, em 2001 e em 2000, ratificando a perda de ritmo da atividade econômica.

Produto Interno Bruto^{1/}

%

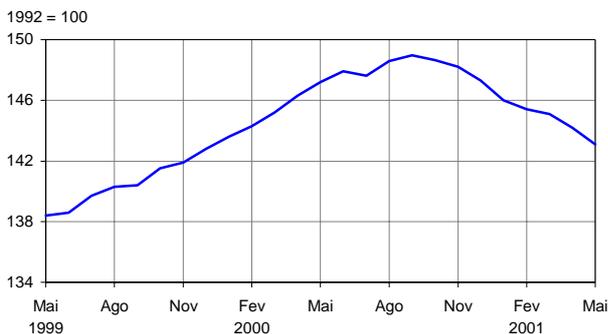


Fonte: Bureau of Economic Analysis

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

A redução do dinamismo da demanda agregada tem contribuído para a desaceleração acentuada do crescimento da oferta. Assim, o PIB real expandiu-se 1,3% no primeiro trimestre, relativamente ao período anterior, na série dessazonalizada e anualizada, e 2,5% em relação ao mesmo trimestre de 2000. A produção industrial declinou pelo oitavo mês consecutivo em maio, quando reduziu-se 0,8% resultando em crescimento acumulado de 2,9% em 12 meses comparativamente a 3,7% até abril e a 5,6% até dezembro de 2000.

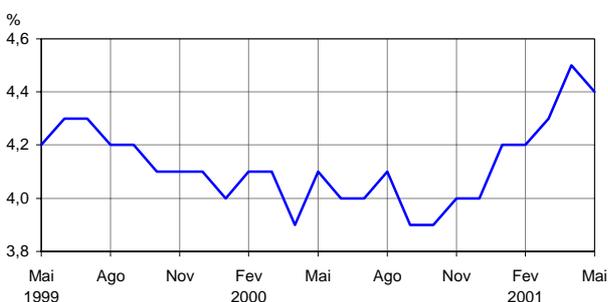
O comportamento do emprego evidencia a acomodação da economia, tendendo a influenciar desfavoravelmente o consumo no curto prazo. A

Índice de produção industrial

Fonte: Federal Reserve System

Emprego

Taxa de desemprego dessazonalizada

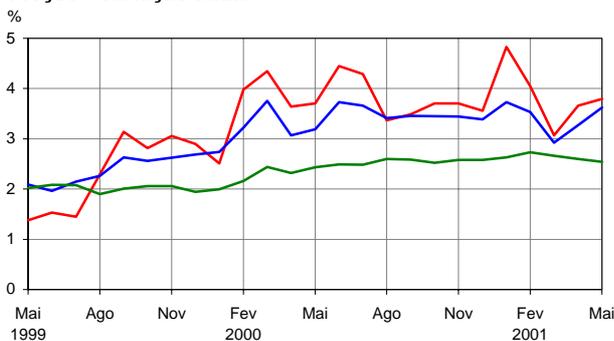


Fonte: Bureau of Labour Statistics

média mensal da criação de novos postos de trabalho no setor não agrícola, que atingira 153 mil no ano 2000, recuou para 27 mil postos nos cinco primeiros meses de 2001. A taxa de desemprego tem apresentado elevação consistente ao longo do ano, aumentando de 4%, em dezembro de 2000, para 4,5%, em abril. Destaque-se que a redução da taxa de desemprego em maio, 4,4%, refletiu, principalmente, o declínio do número de pessoas procurando emprego, embora o número de ocupados também tenha reduzido.

A produtividade entre os trabalhadores norte-americanos no setor não-agrícola reduziu-se 1,2% no primeiro trimestre deste ano, na série dessazonalizada e anualizada, evolução fortemente influenciada pela desaceleração da produção. A produtividade no segmento manufatureiro declinou

2,1%, a maior contração em 11 anos, enquanto na indústria de bens duráveis e não duráveis a retração alcançou 2,4% e 2%, respectivamente.

Preços - Variação anual

Fonte: Bureau of Labour Statistics

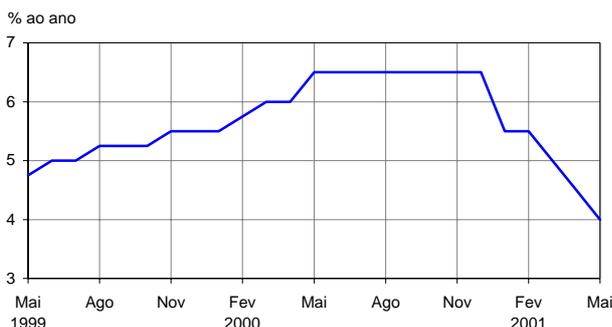
No primeiro trimestre, a variação anual do índice de preços ao consumidor (IPC) esteve associada à volatilidade observada no item energia, atingindo 3,6% em maio, ante elevação de 3,3% em abril e de 2,9% em março. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui a evolução dos preços de alimentos e de energia, atingiu 2,5% em maio e encontra-se estabilizada em torno desse patamar desde o segundo semestre do ano anterior. O Índice de Preços ao Produtor (IPP) apresentou elevação anual

de 3,8% em maio, ante 3,6% no ano 2000. Assinale-se que o item preços de importados, que revela a influência do custo das matérias-primas para os setores produtivos, inclusive petróleo cru, aumentou 0,3% em maio, apresentando trajetória de declínio da variação anual desde setembro de 2000, quando atingiu 6,1%.

Um dos principais indicadores de expectativas dos EUA, o Índice dos Gerentes de Compras (*Purchasing Managers Index* – PMI), manteve,

em maio, perspectivas negativas quanto à evolução da atividade manufatureira nos Estados Unidos, segundo a Associação Nacional dos Gerentes de Compras (*National Association of Purchasing Managers – NAPM*). O índice situou-se abaixo do patamar de 50% pelo décimo mês consecutivo, atingindo 42,1%.

Meta para os *Federal Funds*



Fonte: *Federal Reserve System*

O Comitê de Mercado Aberto (*Federal Open Market Committee – Fomc*) do banco central dos EUA reduziu a meta da taxa de juros básica, *federal funds*, em 0,5 p.p., para 4% a.a., na reunião de 15 de maio. A continuidade da distensão monetária pelo Fomc, que acumula 250 pontos básicos nos cinco primeiros meses do ano, foi justificada pelo cenário de contração dos investimentos em bens de capital, redução das margens de lucro corrente e esperadas e deterioração continuada das expectativas, além

do efeito potencial da redução do patrimônio mobiliário sobre o consumo e a retração da demanda externa. Assinale-se que a percepção do Fomc de que as condições atuais podem gerar enfraquecimento econômico no futuro previsível suscita expectativas de novas reduções da meta da taxa de juros básica.

3.2 – Japão

A economia japonesa permanece estagnada, refletindo os impactos do fraco desempenho da demanda externa e da contenção dos consumidores domésticos. Considerando os efeitos do alto grau de endividamento público, da ordem de 130% do PIB, o governo planeja reduzir gastos com projetos públicos, o que tende a agravar o ambiente recessivo. Nesse contexto, a produção industrial mantém trajetória de declínio acentuado, enquanto os estoques apresentam elevação. Assinale-se que o novo governo tem encaminhado reformas estruturais direcionadas ao aumento da competitividade.

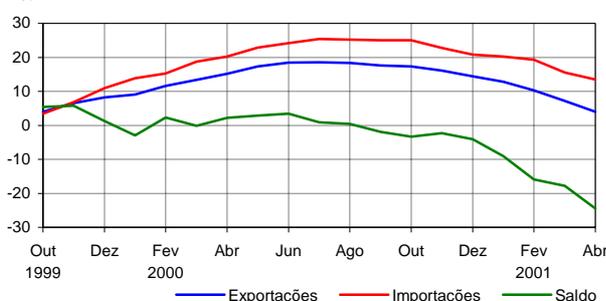
O fraco desempenho da demanda reflete a modesta evolução da renda disponível dos trabalhadores, que no primeiro trimestre permaneceu estável comparativamente ao trimestre anterior. Na mesma base de comparação, o dispêndio das famílias manteve-se praticamente

inalterado. Em abril, a renda real dos trabalhadores e o dispêndio decresceram 0,5% e 4,4%, respectivamente, na comparação com igual período do ano precedente.

As encomendas às fábricas cresceram 12,3% no ano fiscal de 2000, encerrado em março de 2001, desempenho associado, em parte, à evolução das exportações. Entretanto, as encomendas declinaram 19,4% no primeiro trimestre, em relação ao trimestre anterior, e 6,1% na comparação com igual trimestre de 2000, refletindo, parcialmente, a retração da demanda externa líquida.

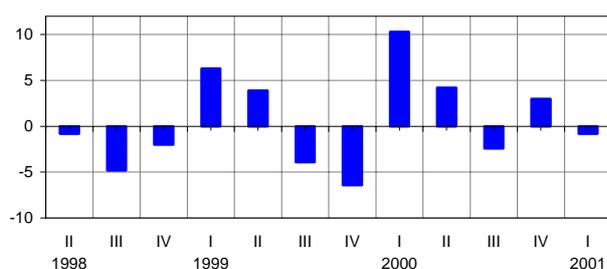
A construção civil ainda não respondeu positivamente ao conjunto de medidas de estímulo, implantadas em outubro de 2000, que alocou US\$ 10 bilhões no setor. Assim, o início de novas construções apresentou redução de 1,4% em março, comparativamente ao mesmo período de 2000. No primeiro trimestre, o declínio do indicador atingiu 6,1%, na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior.

Balança comercial
Var.acum. 12 meses
%



As exportações totalizaram US\$ 143,9 bilhões no primeiro quadrimestre, registrando variação negativa de 9,6% em relação às registradas em idêntico período do ano anterior, enquanto as importações elevaram-se 3%, atingindo US\$ 121,3 bilhões. Nesse cenário, a variação acumulada em doze meses do saldo comercial, que permanece descendente desde setembro de 2000, apresentou retração acumulada de 45,6% até abril.

Produto Interno Bruto^{1/}
%

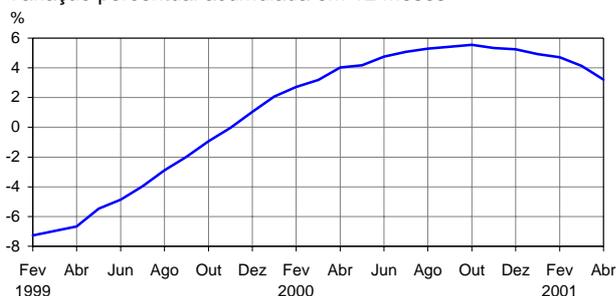


1/ Variação sobre trimestre anterior, com ajuste sazonal anualizado.

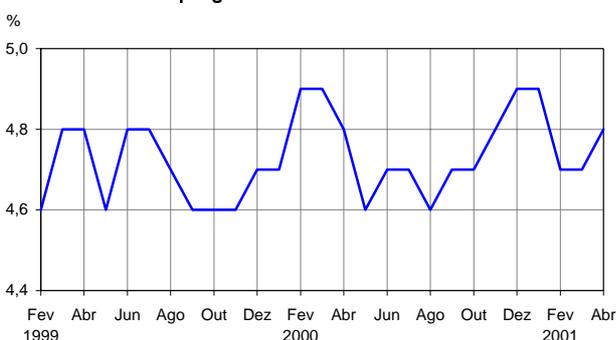
Na estimativa preliminar do PIB, a taxa anualizada de crescimento no quarto trimestre de 2000, em relação ao trimestre anterior, situou-se em 3%. Na comparação com igual trimestre de 1999, houve expansão de 2,2%, resultando em crescimento anual de 1,5% em 2000. No primeiro trimestre de 2001, estimativa oficial preliminar indicou retração de 0,8% do PIB, variação anualizada. A produção industrial tem refletido os efeitos da estagnação da demanda interna e da redução das encomendas

Produção industrial

Variação percentual acumulada em 12 meses



Fonte: Meti

Taxa de desemprego

Fonte: Statistics Bureau e Statistics Center

externas, notadamente dos Estados Unidos e de Taiwan, principal destino dos produtos japoneses na Ásia.

A taxa de desemprego apresentou pequena elevação durante o ano fiscal de 2000, situando-se em 4,9% em dezembro. A situação tende a se agravar em consequência dos efeitos das reformas estruturais em curso, com objetivos centrados no aumento da competitividade e na redução dos investimentos em projetos públicos.

Durante o ano de 2000 e primeiro trimestre de 2001, o ambiente econômico permaneceu deflacionário. Em abril, o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) elevou-se 0,2%, em relação a março, refletindo os efeitos da fixação da taxa de juros básica próxima de zero, mas apresentou variação negativa de 0,4%, na comparação com abril do ano precedente. O Índice de Preços no

Atacado (IPA) registrou variação anual de 1,1% em abril, apresentando crescimento desde agosto de 2000, em resposta à continuada depreciação do iene. Nesse sentido, a taxa média de câmbio atingiu 123,38 ienes/US\$, mantendo trajetória de depreciação consistente desde setembro de 2000, quando se situava em 106,8 ienes/US\$.

Em março, o principal instrumento de política monetária passou a ser o controle da liquidez pelo Banco Central, em detrimento da fixação da meta para a taxa de juros das operações do mercado monetário. Pela nova sistemática, o banco central estabelecerá a meta da quantidade de provisão de fundos, permitindo que as forças de mercado definam a taxa de juros. Dessa forma, a quantidade de moeda em circulação elevou-se de 4 trilhões de ienes para 5 trilhões de ienes, a partir de abril, o que implicou taxa de juros básica próxima de zero. Em reunião em junho, o Banco Central manteve os parâmetros vigentes. Essa política deverá ser revertida à medida que o IPC volte a apresentar variações positivas e o IPA sustente a tendência de aumento.

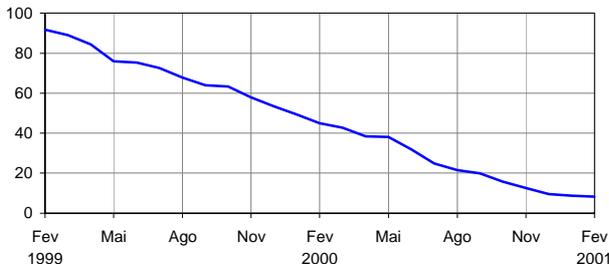
3.3 – Área do Euro

A evolução das economias dos países da Área do Euro vem sendo impactada pela desaceleração econômica mundial, registrando-se redução nas expectativas de crescimento para este ano. As evidências de acomodação têm contribuído para que as perspectivas de médio prazo para a inflação se alinhem em torno da referência anual fixada pelo Banco Central Europeu (BCE) em 2%. Como consequência, o BCE reduziu as taxas básicas de juros em maio, após sete meses de estabilidade.

Saldo da balança comercial

Acumulado em 12 meses

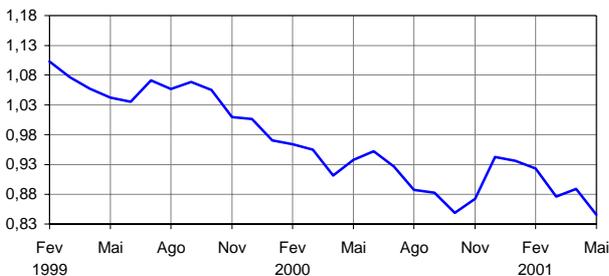
US\$ bilhão



Fonte: BCE

Taxa de câmbio dólar/euro^{1/}

US\$/euro

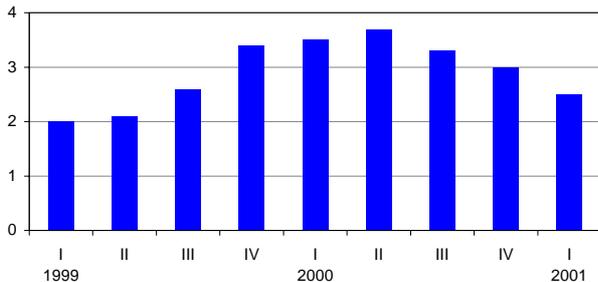


Fonte: Bloomberg

1/ Posição de fim de mês.

Produto Interno Bruto^{1/}

Variação %



Fonte: Eurostat

1/ Variação ante igual trimestre do ano anterior.

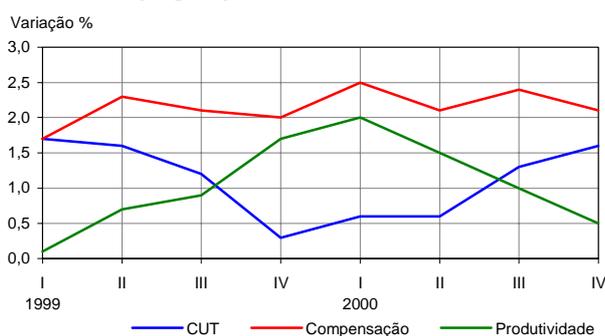
Dentre os indicadores da demanda, as vendas no varejo apresentaram variações mensais de 0,4% e de 0,1% em janeiro e fevereiro deste ano, respectivamente, revelando declínio de 2,6% e de 1,6% na comparação com iguais meses de 2000. No mês de março, essas vendas contraíram 0,4%, implicando variação de 1,6% no acumulado em doze meses.

O saldo da balança comercial permanece desenhando trajetória descendente, considerando o saldo acumulado em 12 meses, revelando, principalmente, o menor dinamismo das exportações. Nesse sentido, o saldo reduziu-se a US\$ 8,2 bilhões, no acumulado até fevereiro, em comparação a US\$ 44,9 bilhões em idêntico período no ano anterior. Nos primeiros meses de 2001, a taxa de câmbio dólar/euro sustentou a tendência de desvalorização iniciada em outubro do ano precedente, com a taxa média situando-se em 0,8749 dólar/euro em maio.

A evolução do PIB e a da produção industrial também indicam menores taxas de expansão na Área do Euro. Considerando-se a variação em relação a igual trimestre do ano precedente, a taxa de crescimento no segundo trimestre atingiu 3,7%, recuando para 3,3% e 2,9% nos trimestres

subseqüentes. No primeiro trimestre de 2001, o PIB expandiu 2% na comparação com o trimestre anterior, série dessazonalizada e variação anualizada, e 2,5% em relação a igual período do ano anterior. A produção industrial dessazonalizada tem oscilado apresentando contrações em janeiro, 1,9%, e em março, 0,2%, e crescimento de 0,5% em fevereiro. A variação anual da produção industrial, calculada sobre igual mês do ano precedente, foi negativa pelo quarto mês consecutivo em março, 3%, ante 5,5%, em janeiro, e 4,2%, em fevereiro.

Custo do emprego e produtividade

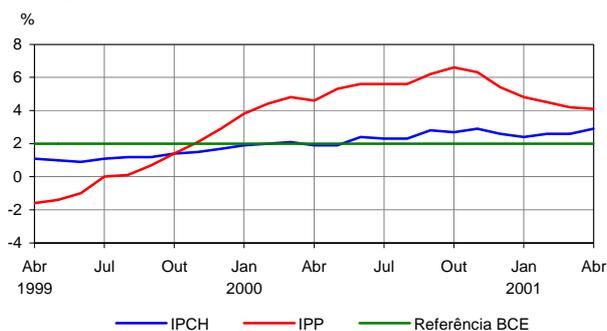


Fonte: BCE

O arrefecimento da economia, interrompeu a tendência descendente da taxa de desemprego registrada desde 1999. Nesse sentido, a taxa de desemprego, que permanecia no patamar de 8,5% desde outubro, reduziu-se para 8,4% em fevereiro e em março, e para 8,3% em abril. Os ganhos de produtividade diminuiram 0,5% no quarto trimestre de 2000, em comparação às expansões de 2%, 1,5% e 1%, na ordem, nos três primeiros trimestres daquele ano, elevando o custo unitário do trabalho, que apresentou variações de 1,3% e 1,6% no terceiro e quarto trimestres de 2000.

O agregado monetário M3 apresentou crescimento anual de 4,8% nos dois primeiros meses de 2001, após ter atingido expansão recorde de 6,5%. Ressalte-se que o BCE avaliou que a mensuração do M3 encontrava-se superestimada de forma não-negligenciável devido à inclusão da demanda de não residentes por títulos. Com a futura correção da distorção, a taxa de crescimento do M3 deve permanecer abaixo da referência do BCE, variação de 4,5% para a média móvel trimestral anualizada, implicando redução significativa na percepção dos riscos inflacionários no médio prazo.

Variações anuais do IPCH e do IPP



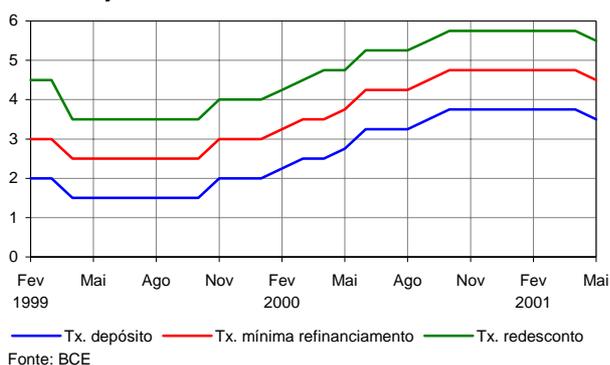
Fonte: Eurostat

A partir da expectativa de revisão da trajetória expansionista do M3 e da acomodação da atividade econômica, as perspectivas de médio prazo do BCE para o Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) tornaram-se consistentes com a referência anual de 2%, não obstante elevação pontual do indicador em abril. O IPCH anual, que permanecera em 2,6% em fevereiro e março, atingiu

2,9%, em abril. O Índice de Preços ao Produtor (IPP) tem registrado trajetória declinante, com variações anuais de 4,8%, em janeiro, e de 4,1%, em fevereiro.

Os indicadores de confiança empresarial dos principais países da Área do Euro indicam perspectivas de menor dinamismo econômico. Assim, na França, o *French Industrial Trends Survey*, calculado pelo Insee, atingiu 104 em maio, após registrar 107 em abril e 115 em janeiro. Na Alemanha, o *General Business Climate Index*, mensurado pelo instituto IFO, declinou de 97,4 em janeiro para 92,5 em abril. Na Itália, o *Italian Business Confidence Indicator*, avaliado pelo Instituto de Estudos e Análise Econômica (Isae), registrou ligeira elevação entre fevereiro e abril, de 94 para 96, embora permaneça abaixo do patamar atingido em janeiro, 100.

Taxas de juro básicas



Diante do ambiente econômico internacional e de sua repercussão sobre o dinamismo das economias da Área do Euro, o BCE optou por distender a política monetária, reduzindo em 0,25 p.p. as taxas básicas de juros, após sete meses de estabilidade. A taxa mínima de refinanciamento foi fixada em 4% a.a. em 11 de maio, patamar mantido na reunião de 7 de junho.

3.4 – Economias emergentes

3.4.1 – Economias asiáticas

China

O ritmo de crescimento da economia chinesa, embora ainda bastante robusto, vem sendo afetado desfavoravelmente pela diminuição da demanda externa. A demanda doméstica, no entanto, estimulada por políticas públicas, segue sustentando o nível de atividade. Em março, o governo concedeu aumento de salário de 30% para os funcionários públicos, o que tende a induzir novos gastos em consumo. As vendas no varejo apresentam trajetória ascendente, quando consideradas as variações em relação a igual período do ano precedente, variando 8,6% em fevereiro, 9,5% em março e 9,7% em abril. Destaque-se a expectativa

de implantação de estímulo fiscal em caso de sinais de desaquecimento acelerado da demanda interna.

No que se refere ao setor externo, o saldo comercial apresentou diminuição entre março e abril, de US\$ 2,4 bilhões para US\$ 700 milhões, menor superávit em quatro meses. Esse resultado é associado ao menor dinamismo das exportações, causado pela redução da taxa de crescimento global, e às pressões competitivas dos concorrentes regionais que depreciaram suas moedas. A expansão anual das exportações recuou de 14,8%, em março, para 9,8%, em abril, mês em que foram exportados US\$ 22,5 bilhões. A demanda interna sustentou o aumento de 18,6% nas importações em abril, ante 16,6% em março, na comparação com os mesmos meses de 2000.

Os investimentos estrangeiros diretos (IED) também apresentaram crescimento significativo, principalmente no primeiro trimestre, quando os fluxos elevaram-se acima de 40% em 12 meses. Nos quatro primeiros meses de 2001, os ingressos alcançaram US\$ 11 bilhões.

O PIB chinês expandiu-se 8,1% no primeiro trimestre, relativamente a igual período de 2000, desempenho comparável ao observado no ano anterior, 8%, e acima da meta governamental de 7% fixada para 2001. A produção industrial foi negativamente afetada pela trajetória do setor exportador, porém os investimentos das companhias estatais, especialmente na indústria pesada, sustentam a atividade industrial. A expansão de 11,5% na produção industrial, em abril, na comparação com igual mês de 2000, significou desaceleração em relação aos meses anteriores, 12,1% em março e 19% em fevereiro.

Os preços ao consumidor variaram -0,6% em março e 0,2% em abril, acumulando 1,6% em 12 meses. Essa elevação, entretanto, foi pontual, respondendo a elevações de tarifas administradas na prestação de serviços, não devendo ser disseminado para os demais componentes do índice.

Coréia do Sul

A economia da Coréia do Sul permaneceu em desaceleração no primeiro trimestre do ano, na medida em que a evolução da demanda interna não

compensou os efeitos da acomodação da atividade econômica mundial. A ausência de recuperação dos níveis de crescimento do país deve induzir à adoção de políticas governamentais expansionistas.

As exportações e as importações têm sido afetadas pelo frágil desempenho das demandas externa e interna, respectivamente. Não obstante, o superávit comercial cresceu, atingindo US\$ 3,2 bilhões nos quatro primeiros meses deste ano, ante US\$ 600 milhões em igual período de 2000, refletindo, principalmente, importante contração das importações. As exportações diminuíram 1,8% e 9,3% nos meses de março e de abril, na comparação com iguais períodos de 2000, com destaque para a redução de 33% nas vendas de semi-condutores em abril. Na mesma base comparativa, as importações, apresentaram decréscimo de 9%, em março, e de 16%, em abril. Esse declínio é indicador antecedente desfavorável para a produção doméstica, uma vez que as exportações do país apresentam elevado índice de componentes importados.

Confirmando o desaquecimento observado a partir do final de 2000, o PIB expandiu-se 3,7% no primeiro trimestre de 2001, na comparação com o relativo ao mesmo trimestre do ano precedente, após ter registrado expansões de 4,6% e de 9,2% no quarto e terceiro trimestres de 2000, nessa ordem. A principal contribuição positiva para o resultado originou-se das exportações líquidas de bens e serviços, cujo incremento atingiu 7,7%.

A variação anual do produto industrial desenha trajetória declinante, evidenciada por crescimento de 8,6% em fevereiro, 6,2% em março e 5,7% em abril. Em abril, o resultado dessazonalizado indicou variação negativa, 1,3%, após quatro meses de expansão. Ressalve-se que, apesar da evolução da indústria, a taxa de desemprego, ajustada sazonalmente, mantém tendência declinante, alcançando 3,8% em abril.

Em relação ao comportamento da inflação, a variação dos preços ao consumidor e dos preços ao produtor apresentou tendência de aceleração nos últimos meses. A variação anual do índice de preços ao consumidor, que em janeiro e fevereiro permanecera em 4,2%, elevou-se para 4,4%, em março, e para 5,3%, em abril. Essa trajetória, entretanto, de acordo com o Comitê de Política Monetária do Banco

da Coreia (CPM), não ameaça a meta de inflação, na medida em que não decorre de pressões de demanda, mas de aumentos de custos, como a depreciação do *won* e a elevação dos preços dos produtos alimentícios. Os preços ao produtor atingiram 3,3% nos últimos doze meses terminados em abril, ante 2,8% em março.

O CPM manteve a taxa básica de juros inalterada em 5% a.a. em 8 de maio, após proceder redução de 25 pontos básicos em fevereiro. As expectativas dos consumidores registram melhoria nos últimos meses, sugerindo a possibilidade de retomada da atividade a partir do segundo semestre. O índice corrente e o relativo às expectativas para os próximos seis meses, ambos pesquisados pelo *National Statistics Office*, elevaram-se de 74,1 e de 94,1, respectivamente, em março, para 80,9 e 96,3, em abril.

3.4.2 – Turquia

A economia da Turquia registrou recuperação ao longo de 2000, após o anúncio do programa antiinflacionário, que contribuiu para a redução das incertezas com relação à evolução de câmbio. O programa econômico incluiu medidas de ajuste fiscal e melhoria das condições de financiamento internacional ao governo turco, o que permitiu a redução das taxas de juros. Verificou-se, então, a elevação do crédito e dos gastos de consumo e a elevação das importações. Assim, o PIB da Turquia cresceu 7,2% em 2000, com destaque para o crescimento de 9,2% na demanda interna. Em novembro último, emergiu nova crise econômico-financeira, intensificada em fevereiro de 2001, que culminou com a flexibilização do regime cambial. Nesse contexto, a economia turca registrou contração no primeiro trimestre de 2001, refletindo os efeitos da restrição monetária introduzida ao final do ano passado.

O elevado nível das taxas de juros reais, superior a 40% a.a., a depreciação da lira turca e o declínio do emprego afetaram negativamente a confiança do consumidor, que reduziu as despesas com consumo, principalmente de bens duráveis. A produção industrial apresentou retração anual superior a 10% em abril, com destaque para a queda de 12% na produção manufatureira. Nesse cenário, o governo turco

anunciou novo programa econômico de estabilização, o qual contribuiu para estabilizar o mercado financeiro, para reduzir as tensões sociais e para a obtenção de assistência financeira internacional adicional.

A inflação arrefeceu nos primeiros meses de 2001, em resposta à redução na oferta de crédito a partir da crise de novembro. A partir da flutuação cambial da lira turca em fevereiro, a elevação dos custos de produção e dos preços do setor público voltaram a exercer pressão sobre a trajetória dos preços. Assim, os índices de preços ao consumidor e por atacado registraram, em março, variação mensal de 6,1% e 10,1%, respectivamente. Em abril, a continuidade do realinhamento dos preços públicos e da desvalorização da moeda doméstica contribuíram para a variação mensal de 10,3% nos preços ao consumidor e de 14,4%, no índice de preços por atacado. Devido à continuidade da pressão de custos esperada para os próximos meses, estima-se que os preços devam permanecer em elevação, ressalvando-se que o repasse da depreciação cambial aos consumidores não deve ser significativamente intenso devido ao grau de contração da demanda interna. O banco central turco projeta inflação de 52% em 2001, se mensurada pelo índice de preços ao consumidor e de 56,7%, de acordo com o índice de preços ao atacado.

No que se refere à assistência financeira internacional adicional, deverá haver o ingresso US\$ 15,7 bilhões, provenientes do FMI e do Banco Mundial, o que favorecerá o pagamento das obrigações externas e a elevação das reservas internacionais. Há a expectativa de que o suporte financeiro internacional contribua para a restauração da confiança nos mercados financeiro e cambial, reduzindo a percepção de risco e, conseqüentemente, as taxas de juros reais. Assinale-se ainda que a desvalorização da lira, a exemplo do ocorrido em outras economias emergentes da Europa, pode impulsionar as exportações.

3.4.3 – América Latina

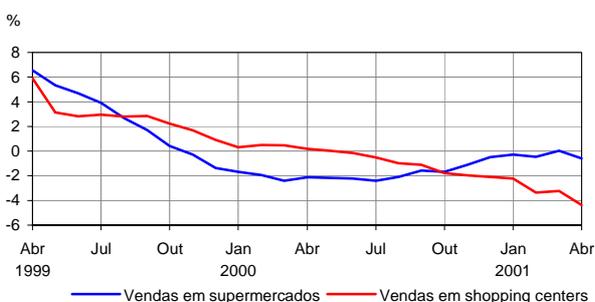
Argentina

A ausência de sinais de reversão do quadro recessivo, que perdura por 36 meses, e as dificuldades do governo em proceder aos ajustes necessários com vistas a obter resultados fiscais satisfatórios desenharam

cenário de forte instabilidade econômico-financeira nos últimos meses, evidenciada pelo aumento das taxas de juros internas e do risco soberano. Nesse contexto, que induziu à elevada volatilidade dos indicadores financeiros e a incertezas quanto à capacidade do país de honrar seus compromissos, a nomeação de Domingo Cavallo como ministro da economia, a repactuação do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), a recente operação de troca de títulos de dívida e o conjunto de medidas anunciadas no dia 15 de junho configuraram tentativas de reverter o esgarçamento das expectativas em relação aos fundamentos da economia argentina.

Indicadores de demanda

Variação percentual acumulada em 12 meses



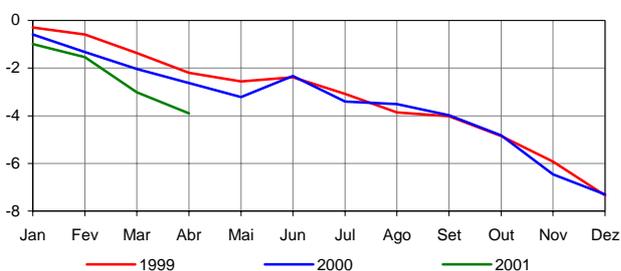
Fonte: Indec

A demanda agregada apresentou variação negativa de 1,7% no quarto trimestre de 2000, relativamente ao mesmo período do ano precedente, resultado da retração de 10,8% na formação bruta de capital fixo, de 1,7%, no consumo privado, e de 1,2% no consumo público. As exportações cresceram 1,1%, na mesma base de comparação. Os indicadores de consumo apresentam tímidas evidências de recuperação, com as vendas em supermercados e em *shopping centers* aumentando em março, mas

registrando declínio em abril, na comparação com iguais períodos do ano anterior. O Indicador de Atividade de Construção (Isac) obteve em abril o primeiro resultado positivo desde janeiro de 2000, crescendo 2,5% relativamente a abril do ano precedente.

Resultado fiscal financeiro

Acumulado no ano
\$ bilhões



Fonte: Ministerio de Economía/Secretaría de Hacienda

O setor público registrou déficit global acumulado de US\$ 4 bilhões no primeiro quadrimestre de 2001, resultado 59% superior ao do mesmo período do ano anterior. A deterioração do resultado fiscal reflete, basicamente, a diminuição nas receitas correntes, que declinaram 4,8%, influenciadas pela contração da arrecadação tributária. Assinale-se que a repactuação do acordo com o FMI, em maio, ratificou as metas fiscais para o primeiro semestre, déficit de US\$ 4,9 bilhões, e para o ano corrente, déficit de US\$ 6,5 bilhões, apesar do não-cumprimento da meta para o primeiro trimestre de 2001.

A balança comercial registrou saldo positivo de US\$ 231 milhões no primeiro trimestre de 2001. As exportações expandiram-se 4% em relação às do mesmo período de 2000, somando US\$ 5,9 bilhões, e as importações reduziram-se 3%, na mesma base de comparação, totalizando US\$ 5,7 bilhões. O desempenho das exportações está fundamentado nas exportações de *commodities* agrícolas e de manufaturas de origem industrial, diversamente do ano anterior, quando o resultado foi favorecido pelo aumento nos preços do petróleo. As importações mantêm a tendência descendente, observada desde 2000, refletindo o declínio nas aquisições de bens de capital, associado ao aprofundamento do cenário recessivo.

Em 2000, o PIB contraiu 0,5% em relação ao registrado em 1999, resultado de expansões de 0,5% e de 0,8% no primeiro e no segundo trimestres, respectivamente, e de variações negativas de 0,5% e de 2% no terceiro e no quarto trimestres, nesta ordem. Para 2001, nos termos da repactuação do acordo com o FMI, o crescimento do produto é estimado entre 2% e 2,5%.

A produção industrial ratificou, em abril, a tendência decrescente observada desde janeiro. O Estimador Mensal Industrial (EMI) acumulou declínio de 1,4% em 12 meses até abril, comparativamente à contração de 1,5% até março e estabilidade em dezembro, de acordo com o *Instituto Nacional de Estadística y Censos* (Indec). Adicionalmente, a pesquisa qualitativa industrial realizada pelo Indec em maio, acerca das expectativas das empresas, evidenciou pessimismo com relação ao cenário interno. Em maio, 64,7% dos empresários não esperavam que houvesse alteração na demanda interna, enquanto 20% prevêem incremento do atual nível e 15,3% acreditaram em retração da demanda.

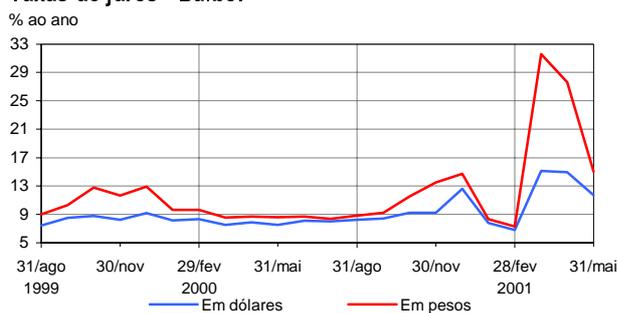
A trajetória dos preços vem mantendo-se estável. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) apresentou crescimento de 0,67% em abril, acumulando variação negativa de 0,23% em doze meses, segundo o Indec. O Índice de Preços no Atacado (Ipim) registrou estabilidade em abril, acumulando aumento de 0,46% nos últimos doze meses.

A instabilidade econômico-financeira da economia argentina agravou-se a partir de março. A persistência do quadro recessivo, acrescida da

incerteza quanto às reais possibilidades de cumprimento dos compromissos externos, gerou expectativas negativas que induziram a duas trocas na equipe econômica. No final de março, o governo indicou o ex-ministro Domingo Cavallo para o Ministério da Economia. As primeiras medidas adotadas foram a instituição de imposto sobre transações financeiras inserida no âmbito da denominada Lei de Competitividade, e a redução dos gastos públicos. Em 28 de março, o congresso argentino concedeu poderes extraordinários ao Poder Executivo, durante um ano, com a expectativa do governo adotar medidas que reduzam o déficit fiscal.

Assinale-se que a nomeação de Cavallo determinou efeito inicial positivo nos mercados financeiros. No entanto, a ausência de indicadores que evidenciassem a reativação da economia e os resultados fiscais negativos reavivaram as incertezas em relação à sustentabilidade dos fundamentos da economia argentina. Em maio, o país assinou repactuação do acordo com o FMI, que incluiu, além do “perdão” pelo não cumprimento das metas, a antecipação de desembolsos por parte do FMI. No mesmo mês, o governo instituiu novo pacote de medidas visando à redução do déficit fiscal, o que incluiu aumento da alíquota do recém-criado imposto sobre transações financeiras, de 0,25% para 0,4%; a instituição de Imposto sobre Valor Agregado para atividades até então isentas e reduções adicionais nos gastos públicos.

Taxas de juros - Baibor^{1/}



Fonte: Ministério da Economia/BCRA

1/ Taxa de oferta no mercado interbancário a prazo de 30 dias.

Nesse cenário de incertezas, agravado pelas indefinições políticas e pelo aprofundamento da recessão, os indicadores financeiros registraram movimento de forte volatilidade. A taxa de juros Baibor para operações de 30 dias em pesos, em 26 de março, alcançou 36% a.a. e o diferencial relativo às operações de 30 dias em dólares situava-se em 16,8%. As licitações de Letras do Tesouro (Letes) apresentaram taxas crescentes. Em 27 de março, a venda de US\$ 353 milhões em Letras do Tesouro (Letes) de 91 dias alcançou taxa de 10,96% a.a., ante taxa de 6,86% a.a. em 20 de fevereiro. Em 8 de maio, nova oferta de US\$ 350 milhões desses títulos apresentou custo financeiro de 12,44% a.a. A volatilidade nos indicadores financeiros e as incertezas em relação ao futuro da economia produziram reflexão sobre o sistema financeiro. Assim, de

janeiro a maio, os depósitos no sistema financeiro decresceram 7,2% e o risco soberano atingiu 1.300 pontos básicos, em abril.

No início de junho, buscando reduzir pressões geradas pela necessidade de financiamento da economia no curto prazo, o governo argentino promoveu a troca de títulos da dívida. O montante total da operação atingiu US\$ 29,5 bilhões, em valor dos títulos resgatados, alongando os prazos de vencimento da dívida argentina e diminuindo em US\$ 16 bilhões as necessidades de recursos do setor público até 2005. Apesar do questionamento quanto à eficácia da troca, resultado das elevadas taxas implícitas na operação, tende a promover, pelo menos no curto prazo, a redução do custo das demais captações, contribuindo para a melhoria das expectativas no mercado financeiro.

No dia 15 de junho, o governo divulgou um conjunto de medidas objetivando promover a reativação da economia, assinalando-se a criação do regime transitório para comércio exterior instrumentalizado por meio do fator de convergência, com impacto sobre a cotação cambial das operações comerciais. Esse fator será calculado diariamente pelo Banco Central da República Argentina, com base na diferença entre a cotação do dólar e do euro no mercado interbancário de Londres, para utilização no pagamento das importações e no bônus para as exportações. Adicionalmente, dentre as medidas anunciadas incluem-se as reduções da Tarifa Externa Comum extra-Mercosul, para bens de consumo de 35% para 27%, e nas restituições do Imposto sobre Valor Agregado de exportações. O conjunto inclui, também, medidas que elevam a renda disponível dos assalariados, incentivam a construção e reestruturam o sistema tributário.

Chile

O PIB do Chile elevou-se 5,4% em 2000, em contraste à retração de 1,1% registrada no ano precedente, revelando, basicamente, o dinamismo associado às vendas externas. No primeiro trimestre de 2001, o PIB cresceu 3,3%, relativamente ao mesmo trimestre do ano anterior, ante expansões de 5,6% e 4,5% no terceiro e quarto trimestres de 2000. Essa evolução esteve associada à trajetória do crescimento mundial e à turbulência financeira em países da América Latina. Nesse contexto, a

política monetária chilena assumiu perfil expansionista nos primeiros meses de 2001, favorecido pela rápida redução da taxa anual de inflação.

O Indicador mensal de atividade econômica (Imacec), que se elevava 4,5% em 2000, acumulou crescimento de 4,1% em doze meses até março, segundo o banco central chileno. O índice de produção industrial, calculado pelo Instituto Nacional de Estatísticas (INE), após apresentar tendência descendente entre o final de 2000 e o início deste ano, expandiu 1,6% no acumulado em 12 meses até abril. A taxa de desemprego mensurada pelo INE, que tem oscilado entre 9% e 10% desde janeiro de 2000, elevou-se de 9,3% em dezembro de 2000, para 9,7% em abril.

No que se refere ao setor externo, o superávit comercial acumulado em 12 meses até abril atingiu US\$ 1,5 bilhão, decorrente de exportações de US\$ 18,5 bilhões e importações de US\$ 17 bilhões. Considerando-se o saldo acumulado no ano, as exportações, que totalizaram US\$ 6,5 bilhões, foram 5,5% superiores às de igual período do ano anterior, enquanto as importações, US\$ 5,6 bilhões, ampliaram-se 4,2%, implicando elevação de 1% no superávit comercial.

O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) variou 3,5% em 12 meses até abril, ante 4,5% acumulado em 2000. Nas mesmas bases comparativas, o núcleo do IPC, que exclui alimentos e combustíveis, variou 2,5% e 3,4%, respectivamente. O Índice de Preços por Atacado (IPM), que havia declinado em 2000, apresentou crescimento acelerado no quadrimestre, variando 10,7% no acumulado em 12 meses, até abril.

A política monetária chilena apresentou perfil expansionista nos primeiros meses de 2001. Em cenário de desaceleração da demanda interna, associada aos altos níveis de desemprego e de endividamento privado, o *Consejo del Banco Central* reduziu a taxa de juros básica em 125 pontos básicos, entre janeiro e abril de 2001, situando-a em 3,75% a.a. acima da variação da Unidade de Fomento (UF). Assinale-se as expectativas do banco central chileno quanto à diminuição do desemprego e à recuperação do consumo ainda no primeiro semestre, favorecendo o crescimento projetado do PIB de 4,3% a 5% em 2001.

México

Os indicadores da economia mexicana ratificam a percepção de moderação do ritmo de atividade, refletindo seu estreito alinhamento com a economia dos Estados Unidos. O PIB do México cresceu 1,9% no primeiro trimestre, relativamente ao mesmo período do ano anterior, ante 5,1% no trimestre anterior, conforme o Instituto Nacional de Estatística, Geografia e Informática (Inegi). Assinale-se que o desempenho no primeiro trimestre refletiu o crescimento de 3,9% do setor serviços e as contrações de 1,3% e de 5,5% nos segmentos industrial e agropecuário.

O saldo comercial apresentou déficit de US\$ 3 bilhões no primeiro quadrimestre, mais que duplicando o registrado no mesmo período do ano precedente, refletindo a elevação de 7,8% nas importações, que atingiram US\$ 55,9 bilhões, e o crescimento de 4,9% nas exportações, que somaram US\$ 52,9 bilhões. Destaque-se que as exportações não-petrolíferas aumentaram 6,5%, enquanto as petrolíferas recuaram 9,1%, na mesma base comparativa.

Em abril, a produção industrial decresceu 3,1%, em relação ao mesmo mês de 2000, e 1,4% na comparação com o mês anterior. Assim, a produção industrial declinou 1,8% no primeiro quadrimestre do ano, em relação ao registrado no ano precedente, apesar do crescimento das empresas maquiadoras de exportação. A taxa de desemprego aberto situou-se em 2,26%, implicando taxa média de 2,43% nos primeiros quatro meses do ano, ante 2,33% no mesmo período do ano anterior.

A inflação manteve trajetória consistente de declínio. O índice nacional de preços ao consumidor registrou variação anual de 6,95% em maio, comparativamente a 9,48% e 8,96% em maio e dezembro do ano anterior, respectivamente. O índice nacional de preços ao produtor apresentou variação anual de 3,84% em maio, ante os crescimentos de 11,31% e de 6,37%, na mesma base comparativa.

3.5 – Petróleo

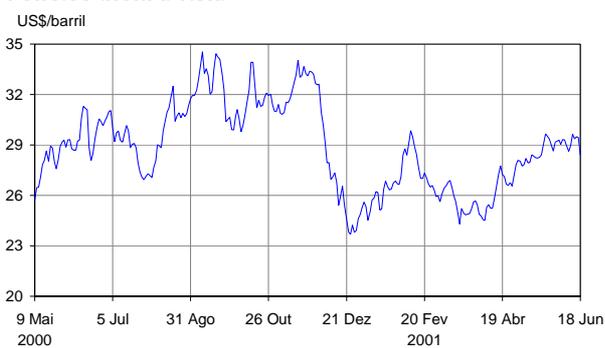
O volume de encomendas industriais inferior às expectativas no primeiro trimestre, associado ao efeito dos preços persistentemente elevados da

energia, em ambiente de moderação do crescimento econômico, implicaram revisão da demanda global de produtos derivados de petróleo em 2001, para 76,54 milhões de barris/dia, correspondente a redução de 160 mil de barris/dia relativamente à estimativa realizada no início do ano.

Estimativas preliminares indicam que a produção mundial média atingiu 77,1 milhões de barris/dia em abril, significando decréscimo de 930 mil barris/dia relativamente a março. A oferta da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), inclusive Iraque, reduziu-se em 560 mil barris/dia, enquanto a produção dos países não pertencentes à organização diminuiu em 370 mil barris/dia. Dessa forma, a produção do Iraque alcançou 2,95 milhões de barris/dia em abril, enquanto a produção da Opep, exclusive esse país, situou-se em 24,9 milhões de barris/dia, implicando produção de 700 mil barris/dia acima da meta estabelecida para vigorar a partir de abril.

A Opep, em reunião no dia 5 de junho, resolveu manter a cota de produção de seus países-membros, após concluir que a situação do mercado de petróleo em termos de fluxos e estoques permanece satisfatória, apesar da interrupção na produção pelo Iraque. A organização considerou que os preços da cesta de referência, que desde o início do ano mantiveram-se relativamente estáveis em torno da média de US\$ 24,8 /barril, atendem à banda de US\$ 22/barril a US\$ 28/barril, admitida como aceitável por consumidores e produtores. Assinale-se que o grupo se reunirá novamente em 3 de julho.

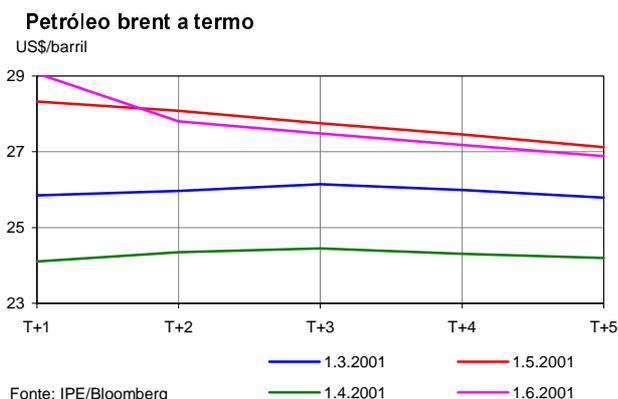
Petróleo Brent à vista



Fonte: IPE/Bloomberg

O preço do petróleo tipo Brent, em 18 de junho, alcançou US\$ 28,4/barril, comparativamente a US\$ 27,3/barril, ao final de abril, e US\$ 23,6/barril em março, evidenciando trajetória ascendente desde o final do primeiro trimestre do ano. Destaque-se que a cotação no início de junho situava-se em patamar semelhante ao registrado em igual período de 2000, US\$ 29/barril.

No mercado futuro, o preço do contrato relativo a junho apresentou trajetória ascendente no mês de janeiro, atingindo US\$ 28/barril, ante US\$ 23,7/barril nos primeiros dias do ano. Entre o início de fevereiro e meados de março, o preço desse contrato recuou, atingindo US\$ 24,2/



barril e registrando intensa oscilação. Ao final de março, diante das expressivas elevações dos preços da gasolina nos Estados Unidos, em alguns países da Europa e na Coréia do Sul, os preços do petróleo registraram tendência de crescimento nos mercados à vista e futuro. Os contratos futuros referentes a junho e setembro elevaram-se de US\$ 24,2/barril e de US\$ 24,6/barril, respectivamente, em 2 de abril, para US\$ 28,4/barril e US\$ 27,4/barril, em 16 de maio. Na primeira semana de junho, as cotações dos contratos para setembro têm variado entre US\$ 27/barril e US\$ 28/barril.

3.6 – Conclusão

Os indicadores econômicos recentes ratificam o cenário de desaceleração nos Estados Unidos, Europa, Japão e economias emergentes. Nos EUA, as perspectivas delineiam ambiente de desaceleração gradual, que deve se estender até o terceiro trimestre deste ano. A Europa também apresentou arrefecimento, decorrente, basicamente, da retração da demanda externa e da deterioração das expectativas dos agentes internos. Em relação à economia japonesa, a acomodação da economia em nível global tende a exercer efeitos ainda mais adversos sobre sua evolução, uma vez que a sustentação do reduzido nível de atividade encontrava-se nas exportações, dada a limitada reação da demanda interna.

A economias na América Latina também registraram arrefecimento gradual da atividade. No México e no Chile, persistem expectativas de que a distensão de suas políticas monetárias contribua para a sustentação do nível de atividade. Na Argentina, a operação de troca da dívida exerceu efeitos favoráveis sobre a percepção dos investidores, mas ainda persistem as incertezas em relação à capacidade de retomada do crescimento econômico, para o qual não contribuirá o perfil contracionista da política fiscal.

Outras economias emergentes, como a Turquia, têm encontrado dificuldades para delinear um programa consistente de recuperação, mas

ainda dispõem de respaldo financeiro internacional para construir condições mais favoráveis para a melhoria de seus indicadores.

No que se refere ao petróleo, as expectativas quanto à oferta e à demanda não oferecem indícios que apontem para inflexão significativa na evolução dos preços.

4 – Preços

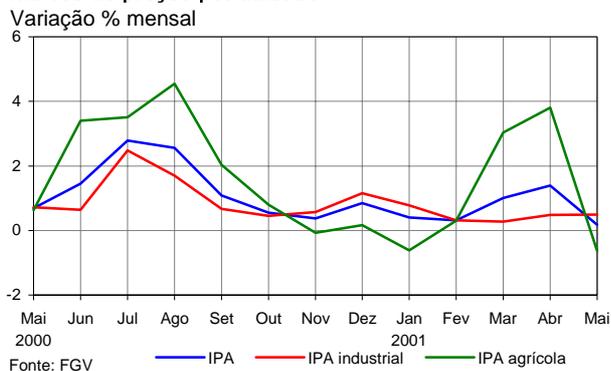
Os índices de inflação, de março a maio, refletiram, essencialmente, a variação dos preços dos alimentos, impactados por dificuldades climáticas e pela entressafra de alguns produtos agrícolas. Destacaram-se, ainda, os reajustes nas tarifas de energia elétrica em capitais importantes no cálculo dos índices.

Índices gerais

Discriminação	Variação % mensal				
	2001 Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IGP-10	0,6	0,4	0,4	0,9	1,1
IPA	0,8	0,3	0,4	1,2	1,2
IPC	0,4	0,6	0,4	0,7	0,8
INCC	0,3	0,6	0,3	0,3	1,3
IGP-M	0,6	0,2	0,6	1,0	0,9
IPA	0,7	0,1	0,6	1,2	0,8
IPC	0,6	0,4	0,5	0,7	0,6
INCC	0,4	0,6	0,3	0,3	2,0
IGP-DI	0,5	0,3	0,8	1,1	0,4
IPA	0,4	0,3	1,0	1,4	0,2
IPC	0,6	0,4	0,6	0,9	0,4
INCC	0,6	0,3	0,3	0,4	2,1

Fonte: FGV

Índices de preços por atacado



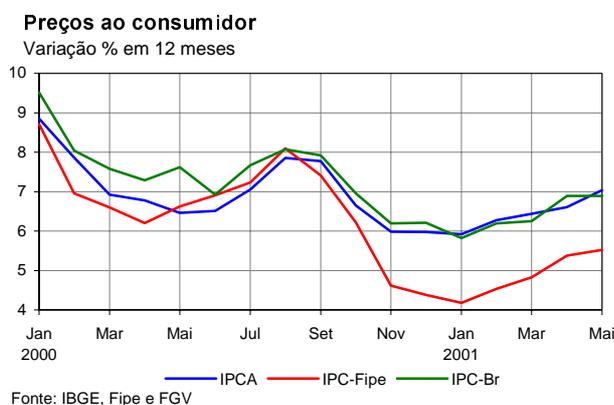
4.1 – Índices gerais

A desaceleração observada nos índices gerais de preços da Fundação Getulio Vargas, em fevereiro, não se estendeu aos meses seguintes. As elevações dos preços dos produtos agrícolas de 3,03%, em março, e de 3,80%, em abril, foram determinantes na trajetória dos indicadores. Assinale-se o aumento nos preços do frango e da carne bovina, influenciados pela elevação das exportações, direcionadas, principalmente, para a Europa. Impacto relevante também foi exercido pelos preços do leite e ovos que, em conjunto com a carne bovina, responderam por 50% da variação do IGP-M em março. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) captou, ainda, os reajustes nas tarifas de energia elétrica em algumas capitais. Em maio, a redução no preço da gasolina e a desaceleração no crescimento dos preços dos alimentos, exerceram efeito positivo sobre a evolução do IPC, induzindo menor variação. O Índice Nacional do Custo da Construção (INCC) refletiu o efeito da elevação no custo na mão-de-obra em virtude de dissídio

salarial em torno de 7%, em importantes capitais. O Índice Geral de Preços –Disponibilidade Interna (IGP-DI), que apresentou crescimento de 0,80% em março e de 1,13% em abril, registrou variação menor em maio, 0,44%, acumulando 3,24% nos cinco primeiros meses do ano.

4.2 – Índices de preços ao consumidor

Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)



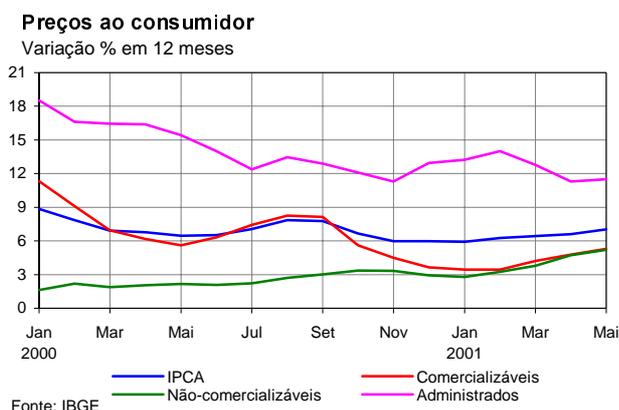
Preços ao consumidor

Discriminação	2001				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Mês					
IPCA	0,6	0,5	0,4	0,6	0,4
IPC-Fipe	0,4	0,1	0,5	0,6	0,2
IPC-Br	0,6	0,4	0,6	0,9	0,4
Acumulado no ano (anualizado)					
IPCA	7,1	6,4	5,8	6,1	5,9
IPC-Fipe	4,7	3,0	4,1	4,9	4,4
IPC-Br	8,0	6,4	6,6	7,6	7,1
12 meses					
IPCA	5,9	6,3	6,4	6,6	7,0
IPC-Fipe	4,2	4,5	4,8	5,4	5,5
IPC-Br	5,8	6,2	6,2	6,9	6,9

Fonte: IBGE, Fipe e FGV

A elevação nos preços dos alimentos foi provocada pela estiagem e pela entressafra. No que se refere à trajetória do IPCA, esse impacto sobre os preços de produtos agrícolas relevantes na composição do índice respondeu por cerca de 70% das variações registradas em março e abril. O grupo Alimentação e Bebidas contribuiu com 0,26 p.p. da variação de 0,38% registrada pelo índice em março e de 0,4 p.p. da elevação de 0,58% em abril. Além desses focos de pressão, em abril e em maio houve impactos adicionais dos reajustes das tarifas de energia elétrica em Belo Horizonte, Porto Alegre, Recife, Fortaleza e Salvador. Movimento inverso foi provocado pelo preço da gasolina, cuja redução de 5,5% nas refinarias, em 6 de abril, foi repassada ao consumidor em percentual menor, 1,73%, constituindo o item com maior contribuição negativa nesses meses, -0,07 e -0,05 p.p., respectivamente. Assinale-se o efeito, em maio, do reajuste na tarifa de ônibus urbano em São Paulo, que permanecia inalterada desde janeiro de 1999. Adicionalmente, a elevação do preço do pão francês persistiu, refletindo o efeito da desvalorização cambial sobre o preço do trigo. O aumento da oferta de produtos *in natura* provocou a reversão na tendência de elevação do IPCA, reduzindo a contribuição do grupo Alimentação e Bebidas na variação do índice

no mês, comparativamente a março e abril. Nesse sentido, destaque-se a diminuição no preço do feijão-carioca, pela primeira vez no ano, respondendo à comercialização da segunda safra. Assim, nos primeiros cinco meses do ano, o IPCA acumulou variação de 2,42%, patamar superior ao ocorrido em igual período de 2000, 1,49%.



O Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), também calculado pelo IBGE e que abrange famílias com rendimentos de 1 a 8 salários mínimos, registrou elevação acumulada de janeiro a maio de 2001 de 3,19%, ante aumento de 0,83% em igual período do ano anterior. Em março, o índice variou 0,48%, em abril, 0,84% e em maio, 0,57%.

Índice de Preços ao Consumidor – Fipe (IPC-Fipe)

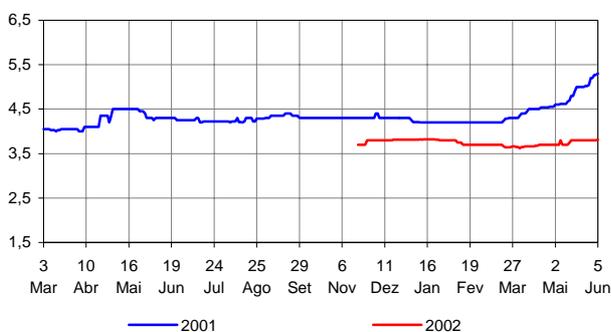
O Índice de Preços ao Consumidor, calculado pela Fipe, somou variação de 1,79% nos cinco primeiros meses de 2001, ante aumento de 0,69% no mesmo período de 2000. Esse desempenho pode ser atribuído às elevações significativamente superiores ocorridas em março e abril de 2001, na comparação com iguais meses do ano anterior. Esse movimento refletiu os aumentos de 1,79% nos preços dos remédios e de 2,12% no IPTU na capital paulista, em fevereiro, que repercutiram no mês seguinte. A maior pressão, no entanto, coube ao grupo Alimentação, que provocou 68% da variação do índice em março e acima de 90% da de abril, mantendo-se em níveis elevados até o início de maio. No grupo, os alimentos *in natura* e os semi-elaborados exerceram a maior influência, com feijão elevando-se 45,43%, cebola, 44,72%, batata, 41,72%, e laranja, 35,35%, no primeiro quadrimestre. A redução do preço da gasolina, em torno de 2,6% no varejo, no início de abril, amorteceu parcialmente a trajetória do índice no mês e no seguinte. Em maio, a elevação de 21,74% na tarifa de ônibus constituiu o principal foco de pressão, com 0,20 p.p. na taxa do mês. O maior efeito desse aumento, entretanto, deverá estar presente no índice de junho, com variação aproximada de 0,66 p.p. Assim, o IPC-Fipe elevou-se 0,51% em março, 0,61% em abril e 0,17% em maio. A variação acumulada do índice em doze meses, até maio, situou-se em 5,52%, ante 6,63% no mesmo período de 2000.

4.3 – Preços administrados

O grupo dos produtos com preços administrados pelo governo contribuiu de forma menos intensa à elevação dos índices no trimestre. A participação, que chegou a quase 36% na variação do IPCA no primeiro bimestre do ano, manteve-se abaixo de um quarto desse percentual na variação acumulada de março a maio. Em 30 de março e ao longo do mês de abril registraram-se reajustes nas tarifas de energia elétrica em Recife, Belo Horizonte, Porto Alegre, Salvador e Fortaleza, com impacto de 0,14 p.p. nesses dois meses. Em sentido oposto e proporcionando impacto em magnitude similar, houve redução no preço da gasolina, autorizada no início de abril. O terceiro item administrado com efeito significativo são as tarifas de ônibus urbano na cidade de São Paulo. O novo valor passou a vigor a partir de 24 de maio, com impacto de 0,06 p.p. na inflação desse mês.

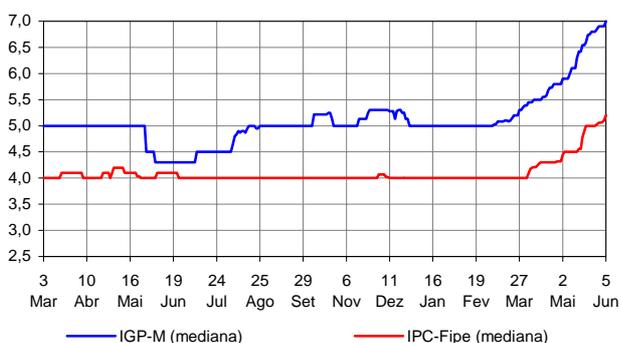
4.4 – Expectativas de mercado

Evolução diária das medianas das expectativas de inflação medidas pelo IPCA



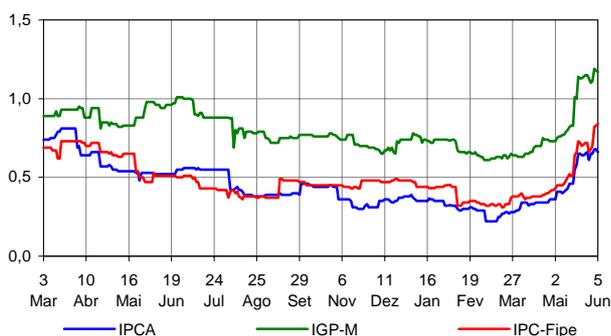
O Grupo de Comunicação Institucional do Banco Central do Brasil (GCI), realiza pesquisa diária com amostra média de aproximadamente 110 instituições com departamentos de pesquisa baseados no país e no exterior, bem como junto a consultorias nacionais e internacionais, objetivando coletar as expectativas do comportamento futuro, para meses e anos, das principais variáveis do setor real, fiscal, monetário e externo.

Evolução diária das expectativas de inflação para 2001

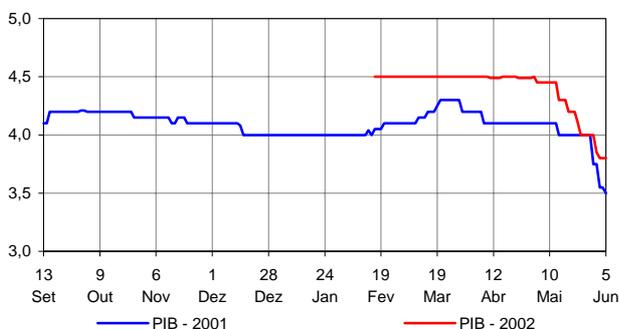


A mediana das expectativas do mercado para 2001 da taxa de inflação medida pelo IPCA, evidenciou pequeno movimento de queda no primeiro trimestre, tendo variado entre 4,3% e 4,24%. A partir do final de maio, o crescimento das incertezas quanto à capacidade da economia argentina recuperar seus fundamentos e retomar a trajetória do crescimento contribuíram para aumentar a volatilidade nos mercados financeiros daquele país e refletiram na elevação do prêmio de risco Brasil, com impactos

Desvio-padrão das expectativas de inflação para 2001



Evolução diária das expectativas de crescimento real do PIB para 2001 e 2002



sobre o mercado de divisas. A mediana das expectativas do mercado desenhou trajetória crescente a partir do terceiro decêndio de março, atingido 5,3% a.a. Para o ano 2002, a mediana das expectativas elevou-se de 3,66% a.a., na pesquisa realizada em 20 de março, para 3,81% a.a., na de 5 de junho, apresentando desenho inverso ao registrado no primeiro trimestre do ano, dado que a expectativa no início de janeiro situava-se em 3,81% a.a.

No que se refere à evolução do IGP-M, as expectativas para 2001 registraram elevação a partir da segunda semana de março. Assim, a taxa prevista pelo mercado após situar-se em 5% a.a. no início de março, atingiu 5,39% a.a. ao final daquele mês, alcançando 5,80% a.a. no final de abril e atingindo 7% a.a. em 5 de junho deste ano. Com relação ao IPC-Fipe, as expectativas para 2001 apresentaram trajetória ascendente a partir do início de abril, quando registrava 4% a.a. e atingiu 5,20% a.a. no

final da primeira semana de junho. As expectativas do mercado quanto a esse indicador para 2002 têm-se mantido estáveis em 3,50% a.a. ao longo dos últimos meses.

A mediana das expectativas do mercado para o nível de atividade da economia em 2001, apontava crescimento real do PIB de 4% no início do ano, tendo alcançado a maior taxa em 20 de março, quando atingiu 4,3%. Na pesquisa de 29 de março, 8 dias após a primeira elevação de 0,5 p.p. na taxa básica de juros, a pesquisa indicou redução na mediana das expectativas, passando ao patamar de 4,2%. Com a emergência da crise energética, iniciou-se processo de revisão das expectativas e a mediana declinou, atingindo 3,5% na pesquisa de 5 de junho. As pesquisas das expectativas do mercado para o ano 2002 iniciaram-se em fevereiro, com a mediana situando-se, até o final de abril, em torno de 4,5%. Em maio as revisões promoveram declínio nas expectativas e a mediana reduziu-se a 3,8% na pesquisa de 5 de junho.

Os desvios-padrão dos índices de preço que no início de março de 2001 situavam-se em 0,29% para o IPCA, 0,33% para o IPC-Fipe e

Inflação e fatores subjacentes

É constante a discussão a respeito dos fatores que estão exercendo, em determinada conjuntura, influência no comportamento dos índices de preços e em que magnitude. A questão é relevante à medida que permite caracterizar o processo inflacionário, inferir sobre tendências futuras dos preços e redefinir cenários econômicos.

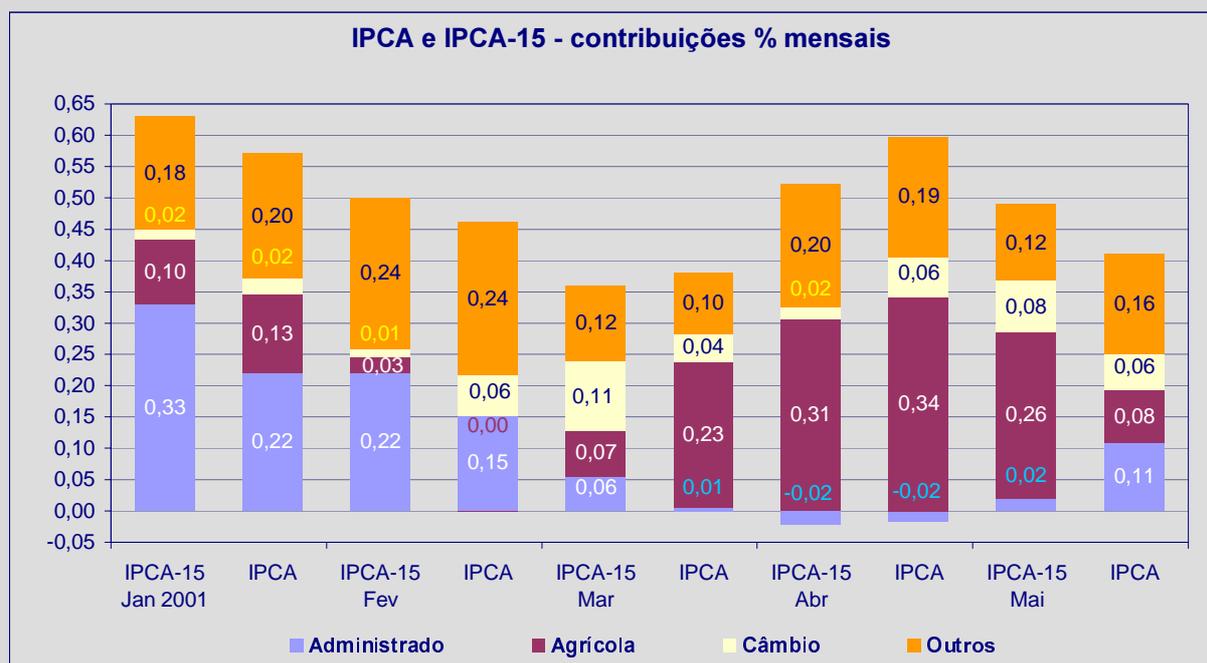
Como forma de identificar a presença de tais fatores na evolução dos índices, fez-se a análise desagregada do IPCA e do IPCA-15, agrupando os itens em quatro categorias: administrado, agrícola, câmbio e outros. Os critérios utilizados para a composição de cada grupo são descritos a seguir:

- Administrado: categoria composta pelos itens serviços públicos e residenciais, transporte público, plano de saúde, combustíveis, pedágio e licenciamento (veículos). Apresenta peso de 25,9%.
- Agrícola: formada pelo item alimentação, excluídos os itens industrializados que integraram o grupo câmbio. O grupo representa aproximadamente 18,2% do índice geral.
- Câmbio: inicialmente foram calculados os coeficientes de correlações das variações em 12 meses da taxa de câmbio e dos 330 itens do grupo comercializáveis, no período de janeiro de 1996 a março de 2001. Integraram o grupo os itens com correlação maior ou igual a 0,25, representando 9,8% dos índices. A maior correlação registrou 0,79.
- Outros: agrega toda parte de serviços privados e, ainda, os produtos não considerados nos itens anteriores. Incorpora, assim, os itens aluguel, recreação e cultura, matrícula e mensalidade escolar, serviços médicos e pessoais e habitação (despesas operacionais), além de fumo e bebidas e material escolar. Tem participação em torno 46% no IPCA e IPCA-15.

Com base nessa nova agregação, fez-se a análise, mês a mês, da evolução dos índices a partir de janeiro deste ano, de modo a evidenciar qual a contribuição de cada grupo na formação da taxa. Os resultados estão ilustrados na figura a seguir.

Destaca-se, no gráfico, a contribuição dos produtos com preços administrados, até meados de março. Nesse período exerceram pressão sobre os índices, principalmente, os reajustes das tarifas de ônibus urbano em diversas capitais do país.

Estão ainda presentes, de modo marcante, na inflação do início de 2001, os aumentos de matrículas e mensalidades escolares, inseridos em “outros”. Essa é a razão pela qual esse grupo apresentou as maiores contribuições nos dois primeiros meses do ano.

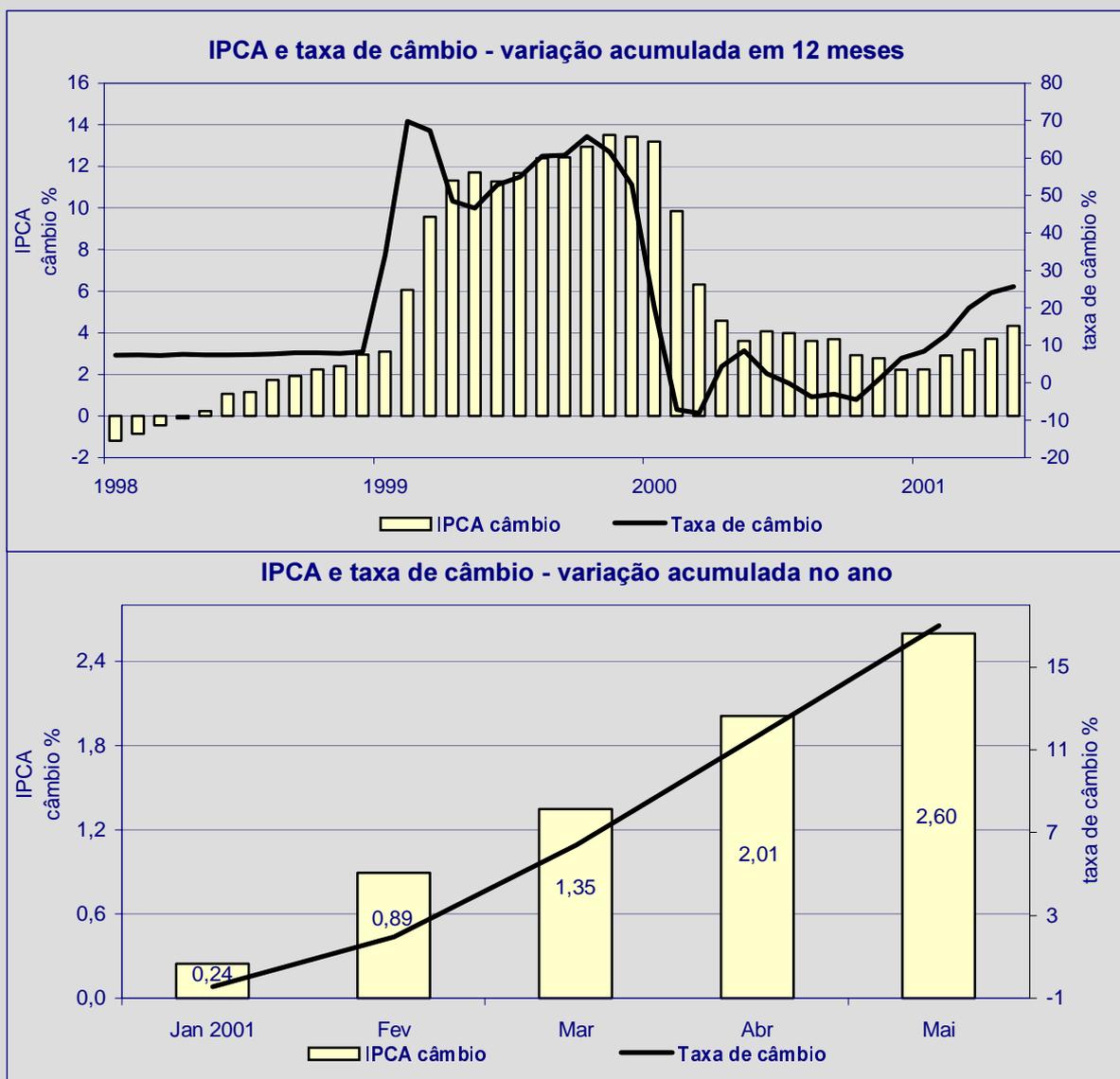


A partir de meados março, os preços dos produtos agrícolas passaram a pressionar continuamente a inflação, tornando-se o principal fator responsável na composição das taxas, até a primeira quinzena de maio. O comportamento do grupo refletiu, nesse período, impactos da entressafra de grãos (arroz e feijão), efeitos de problemas climáticos sobre a oferta dos alimentos *in natura* e, principalmente, as altas dos preços dos produtos de origem animal, como reflexo da estiagem e do aumento da demanda externa, sobretudo européia, por carnes e derivados produzidos no país.

A importância da taxa de câmbio no comportamento da inflação justifica, aqui, a análise mais detalhada da contribuição desse fator na composição das taxas. Os gráficos a seguir mostram a evolução das variações acumuladas em doze meses e acumuladas no ano, dos preços do grupo câmbio *vis-à-vis* a taxa de câmbio.

As figuras indicam nível de *pass-through* da taxa de câmbio relativamente baixo (observe as escalas dos eixos), denotando pouca influência do fator sobre o comportamento do IPCA. As evoluções dos gráficos sugerem, ainda, a defasagem de dois a três meses do impacto cambial sobre o índice de preços. Esse resultado corrobora as evidências colhidas no primeiro semestre de 1999, período em que se observou desvalorização cambial acentuada, com reflexos sobre os índices de preços ao consumidor menores do que o esperado.

Neste ano, o efeito da desvalorização sobre os índices de preços pode ser percebido, pelo gráfico inicial, em dois momentos. No primeiro em fevereiro e início de março, refletindo movimentos do



câmbio dos últimos meses de 2000 e posteriormente, ao final de abril, permanecendo em maio, em resposta à desvalorização observada de forma mais nítida, a partir de março.

Finalmente, dois aspectos devem ser assinalados nesta análise. O primeiro refere-se aos fatores subjacentes às taxas relativamente elevadas nestes primeiros cinco meses do ano. Os dados mostram que a inflação esteve sustentada por dois fatores circunstanciais, localizados – efeitos climáticos sobre a oferta agrícola e preços administrados – que se alternaram ao longo do primeiro semestre.

O segundo aspecto refere-se à influência da taxa de câmbio sobre a inflação. A análise sugere que a transferência da variação cambial aos preços internos é relativamente pequena. Neste ano, esse fator contribuiu com 0,25 p.p. da variação de 2,42% acumulada pelo IPCA, até maio.

0,63% para o IGP-M, apresentaram crescimento até a primeira semana de junho. Assim, os valores atingiram 0,66%, 0,84% e 1,17%, respectivamente, em 5 de junho deste ano, revertendo a tendência de redução da dispersão das expectativas da inflação esperada para 2001, verificado até o final de fevereiro de 2001.

O desvio-padrão das expectativas de crescimento real do PIB para 2001 situou-se em 0,30% no início do ano e 0,25% ao final do primeiro trimestre. A dispersão manteve-se decrescendo até meados de maio, quando aumentou para 0,53%, alcançando 0,69% na pesquisa de 5 de junho. Para 2002, o comportamento foi semelhante, tendo o desvio-padrão reduzido de 0,46%, no início do ano, para 0,35%, no final de março. Em maio, a dispersão aumentou, tendo atingido 0,88% na pesquisa de 5 de junho. O expressivo aumento na dispersão das expectativas quanto ao crescimento do PIB, em 2001 e 2002, refletem as incertezas do mercado relativamente aos desdobramentos da crise de energia.

4.5 – Conclusão

As taxas de inflação no trimestre março-maio refletiram fatores como a entressafra, os problemas climáticos e a expansão da demanda externa de carnes, que influenciaram, principalmente, os preços dos alimentos, em particular dos derivados de origem animal. Assinale-se que não foram observadas pressões generalizadas nos demais grupamentos e a recente desvalorização cambial tem provocado efeitos diretos modestos nos índices de preços, sobretudo em nível de consumidor.

Os fatores de pressão inflacionária, presentes nos últimos meses, mostraram sinais de esgotamento em maio, refletindo menores elevações do item alimentação. Essa tendência deve se intensificar em junho e em julho, contribuindo favoravelmente para a trajetória dos índices. Em contrapartida, os itens administrados, que exerceram menor influência nas variações dos índices de março a maio deverão destacar-se nos próximos meses. Os reajustes das tarifas de telefonia fixa e de energia elétrica, já programados, e dos preços de combustíveis e dos planos de saúde, deverão exercer impacto nesses meses.

5 – 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 março, assim como as perspectivas para a inflação até o fim de 2002. As projeções aqui apresentadas baseiam-se no pressuposto de que, no horizonte de previsão, a taxa básica de juros permanecerá inalterada em 18,25% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, nos dias 19 e 20 de junho. Como alternativa, apresenta-se também o leque da inflação levando-se em conta a trajetória esperada pelo mercado para a taxa de juros básica em 21 de junho. É importante ressaltar que esses procedimentos são estritamente técnicos. Portanto, essas hipóteses 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, pois incorporam intervalos de probabilidade que deixam claro o grau de incerteza presente no momento em que a decisão sobre a taxa de juros foi tomada. Além da hipótese sobre a taxa de juros, as previsões de inflação são decorrência de um conjunto de hipóteses, considerado pelo Copom como o mais provável, sobre o comportamento de variáveis econômicas relevantes, assim como os riscos a elas associados. Essas hipóteses compõem o cenário principal, a partir do qual o Copom toma decisões sobre a taxa de juros. 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 precípua.

5.1 – Determinantes da inflação

Demanda agregada e oferta agregada

O ritmo de atividade econômica permaneceu robusto ao longo do primeiro trimestre de 2001, quando a economia brasileira registrou crescimento de 4,13% em relação ao mesmo período do ano passado. Entre os setores do PIB destaca-se o forte crescimento da indústria, 5,09% em relação ao primeiro trimestre de 2000. O setor de serviços, que representa aproximadamente 60% do PIB, registrou crescimento menor, 2,76%, em relação ao mesmo período do ano passado. Por outro lado, a agropecuária cresceu menos que o esperado na mesma base de comparação, 1,82%. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística também divulgou nova estimativa para o PIB de 2000, revisando para 4,46% a estimativa anterior, de 4,20%.

Apesar do baixo crescimento no primeiro trimestre, espera-se que o setor agropecuário apresente expressiva melhora ao longo de 2001. Essa expectativa justifica-se em decorrência: a) da safra recorde esperada para este ano, aproximadamente 96 milhões de toneladas, segundo dados de abril do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola. Esse número representa aumento de 15,7% sobre a safra de 2000; b) do crescimento da demanda européia por produtos de origem animal brasileiros, em virtude dos problemas sanitários enfrentados por vários países da região; c) da maior lucratividade das exportações por causa da depreciação do real.

Até abril, a produção industrial registrou expansão de 6,8%, liderada pela indústria extrativa mineral, que cresceu 9,7% no período. Por categorias de uso, destacam-se o forte crescimento da produção de bens de capital, 20%, e dos bens de consumo duráveis, 14,7%. O crescimento da produção de bens de capital sugere aumento da taxa de investimentos da economia brasileira. Essa tendência é corroborada por dois outros indicadores: a) a forte elevação do *quantum* de importações de máquinas e equipamentos, que cresceram 43,9% até abril; e b) o acréscimo de 4,32% na produção de insumos da construção civil.

Não obstante as expectativas favoráveis ao setor agropecuário e o aumento do investimento, a evolução adversa do quadro conjuntural

desde o último *Relatório* – persistência de incerteza externa, piora acentuada dos cenários econômico e político internos, e o surgimento de novos fatores de incerteza, como a crise de energia — deverá causar a diminuição do crescimento do PIB em 2001 (ver leque do produto). O menor crescimento econômico deverá refletir os impactos negativos provocados pelo quadro acima sobre os setores de serviços e industrial, especialmente sobre o último, mais intensivo no uso de energia elétrica.

Em seguida ao otimismo vigente no início do ano, o desempenho da economia brasileira alterou-se significativamente no segundo trimestre de 2001. Em especial, o grau de incerteza subiu de maneira considerável, com repercussões imediatas sobre comportamento dos agentes econômicos. Vários fatores contribuíram para esse quadro.

Em primeiro lugar, as economias desenvolvidas, em especial os Estados Unidos, apresentaram evidências de desaceleração mais fortes que o anteriormente esperado ao final do prolongado ciclo de crescimento em 2000. Esse menor crescimento afetou negativamente as perspectivas de lucros das empresas, dando curso a seguidas revisões para baixo nos preços das ações. O arrefecimento da demanda global não foi acompanhado de queda nos preços do petróleo, que permaneceram em patamar elevado, dando origem a pressões inflacionárias na maioria dos países.

As economias emergentes, por sua vez, foram atingidas pela piora das condições globais de liquidez, que se traduzem em menor disponibilidade de recursos e custos adicionais para os países que precisam absorver poupança externa para financiar saldos negativos em transações correntes nos seus balanços de pagamentos. Na Argentina, surgiram dúvidas sobre a sustentabilidade do regime cambial, não apenas em virtude do quadro acima mas, sobretudo, por causa da frágil situação fiscal do país e da estagnação econômica observada há dois anos. Essas dúvidas elevaram o prêmio de risco dos títulos argentinos e transmitiram-se também aos títulos brasileiros. No Brasil, os resultados da balança comercial ficaram aquém do esperado, refletindo o vigor da demanda interna na contramão do desaquecimento mundial, o que indicava que as importações tenderiam a se manter, ao passo que as exportações esbarrariam na limitação da demanda externa. Isso elevava a magnitude

esperada do déficit em transações correntes, ao mesmo tempo em que se reduzia a expectativa dos fluxos de investimentos externos diretos.

Em segundo lugar, as incertezas elevaram-se com a instabilidade política interna iniciada durante a eleição para a presidência das duas casas do Poder Legislativo. Isso adiou a discussão e decisão sobre matérias legislativas de importância, especialmente para a economia, e dirigiu o foco das atenções para as mudanças de posicionamento dos partidos políticos no tocante às candidaturas e alianças para as eleições de 2002.

Finalmente, a crise de escassez de energia elétrica obrigou a adoção de um plano emergencial de contenção do consumo. O racionamento de energia elétrica constitui-se em fonte expressiva de incerteza sobre o desempenho da economia em 2001. Dadas a magnitude (20% para consumidores residenciais e entre 15 e 25% para os setores industriais e de serviços) e a duração (junho a novembro) inicialmente esperadas para a redução do consumo de energia elétrica nas regiões Sudeste, Centro-Oeste e Nordeste, é natural esperar que os impactos sobre a oferta agregada sejam severos. O maior impacto deve atingir a indústria, que utiliza mais intensamente a energia elétrica. Porém, a magnitude desse impacto é de difícil mensuração, pois depende da capacidade de adaptação à nova realidade por meio de substituição de fontes energéticas, autogeração e racionalização de uso (veja estimativa na página 65 do capítulo 2).

O racionamento deve ser visto como um choque de oferta, tendendo a diminuir a taxa de crescimento da economia e elevar os preços. Por outro lado, o seu impacto sobre o consumo e os investimentos, decorrente da deterioração das perspectivas de crescimento, deve atenuar as pressões sobre os preços. A crise de energia contribuiu também para aumentar as incertezas políticas no tocante à sucessão presidencial. Note-se, contudo, que a despeito do esperado arrefecimento da economia, a taxa de crescimento da economia brasileira em 2001 será, no mínimo, razoável.

A taxa de câmbio merece discussão detalhada. Nos primeiros meses do ano, parte da depreciação gradual da taxa de câmbio podia ser atribuída à percepção de piora no balanço de pagamentos. O agravamento das incertezas nesse período, incluindo a deterioração

da percepção de risco na Argentina, repercutiu fortemente sobre o risco Brasil, encarecendo as captações externas. A combinação de incertezas domésticas e retração econômica no exterior reduziu o fluxo esperado de investimentos externos diretos. Ademais, a evolução das contas externas não foi especialmente favorável. Os resultados negativos da balança comercial refletiam o vigor da demanda interna na contramão da desaceleração econômica mundial, o que indicava que as importações tenderiam a se manter, ao passo que as exportações esbarrariam na limitação da demanda externa. Isso elevava a magnitude esperada do déficit em transações correntes, ao mesmo tempo em que pioravam as condições de seu financiamento. Era natural, portanto, que a taxa de câmbio buscasse novo ponto de equilíbrio. (veja o quadro *Evolução da taxa de câmbio real*).

Após o anúncio da necessidade de racionamento de energia elétrica, porém, a dinâmica observada no mercado de câmbio alterou-se. Nas últimas semanas a cotação do dólar registrou um aumento considerável. Isto, apesar de neste intervalo de tempo, as previsões sobre os impactos econômicos da crise de energia terem se tornando menos pessimistas e do registro de alguma melhora na situação externa. As taxas básicas de juros foram reduzidas nos Estados Unidos e na Europa, e a Argentina completou com sucesso a operação de troca de dívida. O processo de formação da taxa de câmbio sugeria um comportamento desvinculado de seus determinantes fundamentais, apresentando dinâmica própria: a taxa sobe porque um número cada vez maior de participantes do mercado acredita que, como subiu no passado, deverá subir no futuro. Logo, quem tem necessidade de adquirir a moeda em algum momento do futuro prefere fazê-lo imediatamente e ao preço vigente, já que acredita que o custo da espera pode ser alto demais. Apesar de este processo de auto-alimentação das expectativas de alta cambial não se sustentar a médio prazo, enquanto perdura pode vir a ter conseqüências nefastas sobre a economia, distorcendo decisões de consumo e investimento, afetando os balanços das empresas e, principalmente, alterando preços relativos e ameaçando o cumprimento das metas de inflação.

Os fatores de incerteza refletem-se nos indicadores de consumo, que já mostram alguma desaceleração no segundo trimestre. Por exemplo, as vendas de eletrodomésticos já registram quedas e o faturamento real

do comércio varejista na região metropolitana de São Paulo declinou 4,5% em abril e 3,9% em maio, em relação ao mês anterior. A produção de bens de consumo duráveis já está acompanhando o comportamento do consumo, com queda de 8,9% em abril, comparado a março.

O volume de crédito (segmento livre) em maio registrou crescimento de 3% em relação ao mês anterior, ao passo que o *spread* bancário permaneceu estável. As taxas médias de juros dos empréstimos e financiamentos a pessoas jurídicas, que já haviam subido em março e abril, estabilizaram-se em maio.

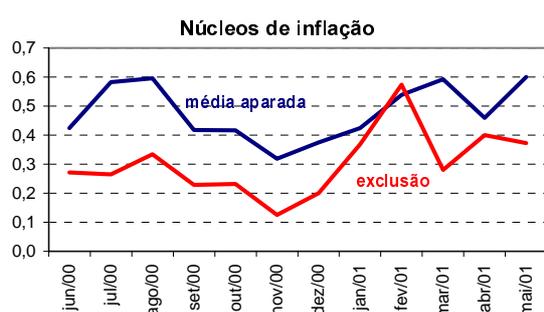
A estrutura a termo da taxa de juros subiu consideravelmente a partir de março, tendo a diferença entre os vencimentos de um ano e a taxa básica se ampliado em mais de 500 pontos-base. Essa elevação das taxas de juros nos ativos de prazos mais longos, se mantida, tem efeito importante sobre os níveis futuros de atividade e inflação (veja o quadro *Atualizações nos Modelos de Previsão de Inflação Utilizados pelo Banco Central*).

A exemplo do mercado de crédito, os efeitos da deterioração do cenário econômico já são sentidos no mercado de trabalho. Mesmo registrando redução expressiva em relação a 2000, a taxa de desemprego ajustada sazonalmente subiu nos meses de março e abril em relação ao mês imediatamente anterior.

A balança comercial vem acumulando déficit, contrariando as expectativas formadas no início do ano, mesmo em face da acentuada depreciação do real desde o segundo semestre de 2000. Entre os principais fatores condicionantes, encontram-se a desaceleração da economia mundial e os baixos preços das *commodities* exportadas pelo Brasil. É importante notar, entretanto, a expressiva redução do déficit comercial após a vigência do regime de câmbio flexível, no início de 1999. Para efeitos comparativos, o déficit comercial em 1998 atingiu, aproximadamente, US\$6,8 bilhões. No ano passado, o déficit reduziu-se para US\$715 milhões. Note-se, ainda, que em 1998 a economia apresentou crescimento perto de zero e, em 2000, o crescimento atingiu 4,46%. Espera-se, contudo, que a balança comercial continue evoluindo positivamente, como indicam os aumentos expressivos do *quantum* exportado.

Com relação à política fiscal, a continuidade da obtenção de expressivos superávits primários mostra o compromisso do governo com a disciplina fiscal e estabilidade de preços. Nos quatro primeiros meses do ano o superávit primário do setor público atingiu expressivos 6,11% do PIB. Por sua vez, a dívida líquida do setor público tem se mantido aproximadamente constante em 50% do PIB. Esse resultado é significativo à luz do atual ambiente de incerteza vivido pela economia brasileira. Além da valorização do dólar, que aumenta o custo do serviço da dívida, a proporção da dívida pública indexada à moeda dos Estados Unidos vem crescendo e já atinge quase um quarto da dívida mobiliária total.

Até maio, a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou 2,42%, valor equivalente a mais da metade da meta central de 4% para a inflação em 2001. Ao contrário do que ocorreu nos dois últimos anos, o choque de oferta adverso causado, basicamente, por fatores climáticos, elevou o preço dos alimentos de maneira imprevista, enquanto os preços dos produtos de origem animal foram parcialmente influenciados pela taxa de câmbio e pela maior demanda externa. Além disso, a queda da inflação observada em maio deverá ser revertida nos próximos dois meses em decorrência do período de reajuste de vários preços administrados, a exemplo do que vem ocorrendo desde 1999.



Os núcleos de inflação apresentados no gráfico ao lado corroboram essa análise. O núcleo por exclusão, que recalcula o IPCA sem preços administrados e de alimentos no domicílio, mostra a relativa estabilidade dos demais preços da economia, com variações mensais inferiores a 0,4% nos primeiros meses do ano, exceto em fevereiro. Já o núcleo de inflação medido pela média aparada, que exclui apenas os itens correspondentes às variações extremas, reflete a aceleração passada dos preços de alimentos, que tende a ser substituída pela dos preços administrados em julho e agosto, mantendo o núcleo pressionado.

Esse conjunto de choques sobre a economia brasileira produziu impactos negativos sobre a trajetória de preços que poderiam comprometer o

cumprimento das metas estabelecidas para a inflação em 2001 e 2002. Isso levou o Banco Central do Brasil a elevar a taxa de juros nas últimas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), interrompendo a seqüência de quedas iniciada em final de março de 1999.

Economia internacional

O cenário externo permanece como importante fonte de incerteza para o desempenho da economia brasileira. Em relação ao último *Relatório*, porém, houve alguma melhora no quadro internacional. Além disso, embora continuem relevantes, as incertezas externas perderam importância relativa quando comparadas à situação interna.

Embora ainda não haja clareza com relação à atual fase cíclica da economia dos Estados Unidos, indicadores recentes parecem sugerir que a desaceleração econômica esteja próxima de sua fase final. Em que pesem os ainda elevados níveis de estoques das fábricas e a existência de indicadores econômicos conflitantes, os índices de confiança já mostram sinais de reversão, motivados, em grande parte, pela política agressiva de redução da taxa básica de juros em 2001 e, em menor grau, pela relativa melhora do preço das ações, depois da forte correção observada entre o final de janeiro e o início de abril. Ainda assim, devido à sua própria dinâmica, o mercado de trabalho deverá continuar refletindo nos próximos meses os efeitos da desaceleração econômica recente. Espera-se para o último trimestre do ano uma recuperação mais vigorosa das taxas de crescimento da economia.

Com relação à inflação, os índices de preços, tanto ao consumidor quanto ao produtor, mostram estabilidade, com pressões apreciáveis apenas no segmento de energia. Como fatores negativos, pode-se citar o menor espaço para reduções adicionais das taxas básicas de juros e a contínua valorização do dólar frente às principais moedas, que tende a prejudicar o crescimento do comércio mundial. A queda da produtividade registrada no primeiro trimestre é um fator decisivo. Caso seja um fenômeno conjuntural, como aparenta, não deve ser objeto de preocupações. Caso contrário, em face de evidências de alterações estruturais, tanto a avaliação do ciclo econômico quanto a atuação da política monetária podem ser alteradas substancialmente.

As dificuldades econômicas enfrentadas pela Argentina ao longo deste ano – baixo índice de confiança do consumidor, recuo das taxas de investimento e de crescimento, com conseqüente queda da receita fiscal – agravaram-se com o aumento do grau de aversão ao risco deflagrado pelo fim do regime de câmbio fixo na Turquia. Apesar do apoio financeiro representado pelo acordo assinado com o FMI em 2000, o fraco desempenho da economia argentina e a percepção da fragilidade fiscal elevaram seu prêmio de risco e geraram dúvidas quanto à sua capacidade de honrar compromissos externos.

A situação começou a mudar quando o governo apresentou um plano de reativação econômica e obteve o apoio político necessário à sua implantação. O país conseguiu um alongamento importante de parte da dívida pública de curto prazo, apesar da elevação de custo envolvida na operação de troca. Além disso, a perspectiva de melhora na política fiscal, com as receitas da cobrança do novo imposto sobre transações financeiras e maior controle de despesas, também contribuiu para o recuo do prêmio de risco, embora este ainda esteja acima do nível verificado em janeiro. O retorno à normalidade econômica, porém, depende da confirmação da melhora do quadro fiscal e de sinais consistentes de recuperação do nível de atividade.

Por outro lado, a situação econômica do Japão voltou a piorar e um quadro recessivo avizinha-se no curto prazo. Esse pessimismo justifica-se pela queda do PIB japonês no primeiro trimestre, que declinou 0,2% em relação ao trimestre anterior e 0,8% quando comparado ao mesmo período do ano passado. Ao mesmo tempo, a economia enfrenta deflação, pouco vigor nos gastos com consumo e redução dos gastos com investimento. O quadro acima se torna mais provável quando se verifica a ineficácia das diversas medidas de reativação da economia implementadas nos últimos anos, juntamente com as limitações enfrentadas pela política monetária, dado que as taxas de juros estão próximas a zero, e com a perda de graus de liberdade da política fiscal como instrumento à disposição do governo, em virtude do excessivo endividamento público. Além disso, os índices de confiança continuam mostrando o pessimismo da população japonesa e o país enfrenta redução do volume de exportações para o seu principal mercado comprador, os Estados Unidos.

Na Europa, a economia da Área do Euro apresenta desaceleração do crescimento, ensejando a recente redução da taxa de juros promovida pelo Banco Central Europeu. A inflação permanece sob controle, apesar de a taxa acumulada nos últimos doze meses se encontrar levemente acima do teto de 2%, pressionada pelo grande aumento do preço do petróleo desde o ano passado. Já a economia inglesa vive um momento bastante favorável, com bom crescimento e níveis historicamente baixos de desemprego.

A exemplo do primeiro trimestre, o preço do petróleo continua apresentando elevada volatilidade, que se explica, entre outros fatores, pela nova deterioração das relações entre o Iraque e o Ocidente, e pela falta de recomposição consistente dos estoques mundiais. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* apresentou alta desde o último *Relatório*, com média de US\$27,80 no segundo trimestre (até 19 de junho). As expectativas de desaceleração da economia mundial sugerem menor pressão sobre os preços do produto nos próximos meses, como já vem ocorrendo desde meados de junho.

5.2 – 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 seus respectivos riscos compõem o cenário principal a partir do qual o Copom toma decisões de política monetária.

Como nos últimos *Relatórios de Inflação*, os principais focos de incerteza em relação às perspectivas para a taxa de inflação nos próximos dois anos referem-se à evolução do preço internacional do petróleo, ao comportamento dos preços administrados domésticos e ao ambiente econômico externo, com destaque para as economias americana e argentina. Desde maio, porém, entraram em foco outros fatores: o racionamento de energia elétrica, a intensificação da instabilidade política interna e a depreciação acentuada da taxa de câmbio.

Em relação ao petróleo, as projeções do Copom baseiam-se na curva de preços dos mercados futuros. Em meados de junho, a curva apresentava suave declínio das cotações ao longo do resto do ano. Partindo do preço corrente, em torno de US\$27,00 por barril do tipo Brent, os preços projetados nos contratos futuros apontam queda média de US\$0,50 por trimestre neste ano, com queda mais substancial apenas em 2002.

Considerando a trajetória de preços do petróleo nos mercados futuros e a sistemática de parametrização dos preços de faturamento dos derivados adotada pelo governo na Portaria Interministerial MF/MME nº 2, de 4 de janeiro de 2001 – os reajustes trimestrais são calculados com base na diferença entre o preço médio em reais do petróleo Brent datado e o preço-referência de R\$ 55,00 – o cenário básico contempla elevação diferenciada de preços para gasolina, óleo diesel e gás de cozinha em julho.

No entanto, o parágrafo 1º da referida Portaria prevê que se o índice de reajuste calculado for positivo, o percentual obtido poderá deixar de ser aplicado, no todo ou em parte. No cenário básico, considera-se que o reajuste dos derivados de petróleo seguirá integralmente a parametrização acima. O reconhecimento da possibilidade de haver reajuste menor justifica a introdução de uma assimetria para baixo na distribuição da inflação esperada (ver leque de inflação). Para o início de outubro, o mesmo cálculo, com base em preços dos mercados futuros, aponta pequena redução desses preços. Para 2002, quando o mercado de derivados estará livre, utiliza-se a hipótese de que esses preços evoluam de acordo com a inflação corrente.

Em relação aos demais preços administrados, o cenário discutido no *Relatório de Inflação* de março sofreu algumas alterações. Foi mantida a hipótese de que as tarifas de telefonia sigam a variação dos índices gerais envolvidos nos respectivos contratos, respeitando o cronograma de reajustes. As tarifas de energia elétrica, por sua vez, devem apresentar aumentos maiores, da ordem de 20% em 2001, tendo em vista os reajustes já autorizados às concessionárias que operam em áreas abrangidas pelo IPCA, e desconsiderando qualquer impacto da sobretaxa sobre o consumo que exceder à meta. Também foi revista para cima a estimativa de aumento das tarifas de ônibus urbanos em

2001, para levar em conta os reajustes já ocorridos e que foram maiores do que se antecipava.

A concentração de reajustes positivos deverá ocorrer, como nos dois anos anteriores, no início do terceiro trimestre. A estimativa para o conjunto dos preços administrados sobre os quais há informação relevante é de variação de 13,1% em 2001, com contribuição direta de 2,9 pontos percentuais para a inflação do IPCA no ano. Esses valores representam o dobro da estimativa feita no último *Relatório*, e sua alteração reflete em grande parte o comportamento esperado dos preços dos combustíveis, dada a combinação adversa de maiores preços internacionais de petróleo com a depreciação da taxa de câmbio.

O efeito total do repasse da depreciação para os preços domésticos não é desprezível quando se inclui o impacto sobre o reajuste de tarifas e outros preços administrados, o da gasolina em particular. Dadas as alterações de modelagem descritas no quadro *Atualizações nos Modelos de Previsão de Inflação Utilizados pelo Banco Central*, estima-se que o repasse contemporâneo para os preços competitivos seja da ordem de 7%, chegando a 12% em um ano. Esses valores são obtidos quando se supõe que as expectativas de inflação não se alteram em face da variação cambial. Levando em conta o efeito via preços administrados, o impacto total de uma depreciação cambial sobre a inflação cheia pode chegar a 20% em um ano. No entanto, o comportamento dos preços em 2001 ainda não confirma essa estimativa.

O cenário principal analisado embute uma trajetória estável para a taxa de câmbio. Especificamente, a taxa de câmbio sofre apreciação lenta e gradual em 2001 a partir do nível observado na véspera da reunião do Copom de junho.

Em relação aos preços agrícolas, a hipótese de aumento da safra de grãos em 2001 foi elevada de 10% para 15%, o que sugeriria que a variação do preço dos alimentos ficasse abaixo da média do IPCA no ano. No entanto, os preços dos alimentos elevaram-se substancialmente nos primeiros cinco meses, contrariando essas expectativas. Portanto, para o cenário principal, a hipótese para a evolução dos alimentos inclui uma pressão deflacionária em junho, seguindo no segundo semestre a média dos demais preços.

No que se refere à economia internacional, o cenário básico do Copom pressupõe que a economia americana apresente sinais de recuperação modesta a partir do último trimestre do ano, em resposta ao abrandamento da política monetária. O menor crescimento do produto e o aumento da taxa de desemprego devem contrabalançar as pressões nos custos de energia, atenuando o impacto sobre a taxa de inflação. Seguindo as projeções implícitas nos contratos futuros, a hipótese para a trajetória da taxa dos *fed funds* é de redução do nível corrente de 4% ao ano para 3,5% no terceiro trimestre deste ano e posterior estabilidade.

Em relação à economia argentina, o sucesso no alongamento dos prazos da dívida pública aliviou grande parte da tensão de curto prazo e garantiu um prazo maior para que as medidas fiscais e de estímulo à economia produzam efeito. No entanto, os prazos necessários para que melhoras nos fundamentos econômicos se materializem são geralmente mais longos.

A mais nova fonte de incerteza é o choque derivado da limitação da oferta de energia elétrica no País, pois há grande dificuldade em se avaliar seus efeitos com o grau de precisão desejável. Pode-se caracterizar esse choque de oferta, desmembrando-o em dois componentes simultâneos. O primeiro é uma redução temporária da capacidade de crescimento da economia, ou seja, da taxa de crescimento do seu produto potencial. Isso significa que, no período de racionamento, a utilização plena dos fatores de produção não mais conduz a economia a operar nos níveis (mais elevados) que seriam possíveis caso se pudesse contar com toda a capacidade instalada de geração de energia elétrica. O segundo é um choque tradicional de oferta, cujos sintomas são queda na taxa de crescimento da oferta agregada doméstica e pressão sobre preços.

Em princípio, esse choque deve reduzir mais rapidamente a quantidade ofertada de bens e serviços do que a quantidade demandada. Com isso, os preços dos produtos mais afetados pela escassez de energia tendem a subir em relação aos dos menos afetados, resultando em aumento da inflação pelo realinhamento inicial de preços relativos.

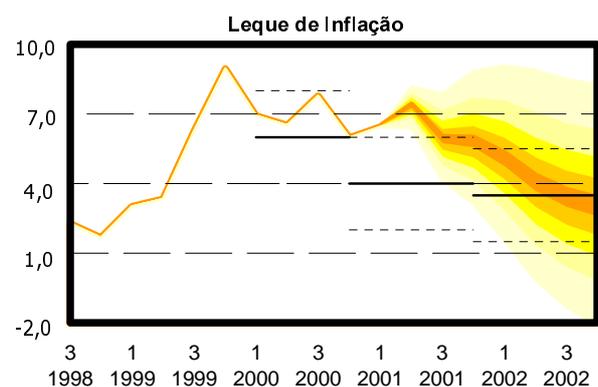
No entanto, como o racionamento de energia foi anunciado em maio e começou a vigorar em junho, houve algum tempo para sincronizar as

reações da oferta e da demanda (devido às expectativas), o que sugere impacto menor sobre os preços. Dado o expressivo impacto dos demais choques mencionados sobre a taxa de inflação, e dado que todos atingem simultaneamente a economia, os efeitos isolados do choque de energia tornam-se difíceis de distinguir na prática.

Finalmente, a política fiscal deve continuar cumprindo as metas de superávit primário para o setor público consolidado que constam do Programa Econômico do Governo.

5.3 – Previsão da Inflação

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 18,25% a.a.



(inflação acumulada em 12 meses)

Inflação do IPCA com juros constantes de 18,25% a.a.

Ano	T	Intervalo de Probabilidade						Projeção Central
		50%	30%	10%	10%	30%	50%	
2001	2	6,9	7,1	7,2	7,4	7,5	7,7	7,3
2001	3	5,1	5,4	5,7	6,0	6,3	6,7	5,9
2001	4	4,6	5,1	5,5	6,0	6,4	7,0	5,8
2002	1	3,5	4,1	4,7	5,3	5,9	6,6	5,1
2002	2	2,2	2,9	3,6	4,3	5,1	5,9	4,1
2002	3	1,3	2,2	2,9	3,7	4,5	5,4	3,4
2002	4	0,8	1,7	2,5	3,3	4,2	5,1	3,0

Obs.: inflação acumulada em 12 meses, em % ao ano. Os valores correspondem aos mostrados no leque de inflação com juros constantes de 18,25% 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 taxa de juros constante de 18,25% a.a., definida na reunião dos dias 19 e 20 de junho de 2001. Apresenta-se também a projeção da inflação utilizando a trajetória esperada pelo mercado para a taxa de juros básica.

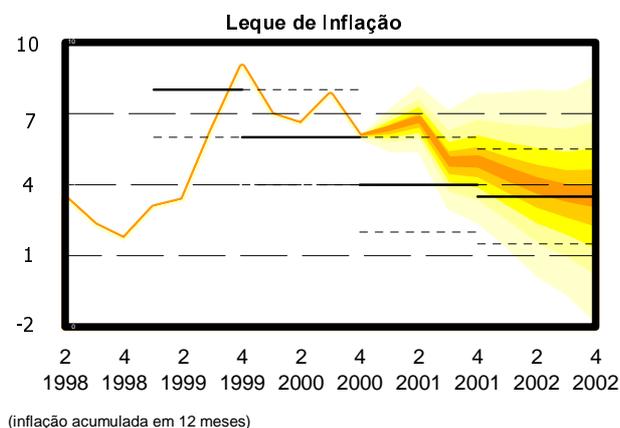
Ambas as projeções incorporam o impacto dos preços administrados de forma diferente da apresentada em *Relatórios* anteriores, como se explica em detalhe no quadro *Atualizações nos Modelos de Previsão de Inflação Utilizados pelo Banco Central*. A variação esperada para o conjunto dos preços administrados, com sua distribuição cronológica, é determinada de acordo com a avaliação do Copom, conforme descrito no cenário principal acima.

A trajetória central esperada para a inflação em doze meses, após atingir um pico de 7,3% no segundo trimestre de 2001, torna-se monotonamente declinante ao longo de todo o horizonte de previsão. Note-se que as probabilidades de desvios estão distribuídas assimetricamente em torno da mediana: a dispersão de

valores inferiores à projeção central é maior do que a dispersão de valores superiores. Essa assimetria objetiva refletir o julgamento do Copom sobre o balanço dos riscos associados à projeção.

O efeito combinado dos diversos choques já identificados que atingem a economia nesse ano desvia consideravelmente a trajetória esperada do rumo desejável. Dessa forma, a projeção central para 2001 encontra-se muito perto do limite superior da meta estabelecida. Note-se que apenas a contribuição estimada dos preços administrados, que representam pouco mais de 22% do índice de preços de referência, chega a metade do valor total da projeção para o ano. Isso significa que, nas condições do cenário principal analisado, os demais preços têm variação esperada de 3,7% em 2001. Para o ano seguinte, porém, a perspectiva se altera e o efeito da manutenção da taxa de juros constante faz a inflação esperada ficar meio ponto percentual abaixo da meta. Portanto, a evolução desfavorável da inflação neste ano está longe de representar uma situação de descontrole, mas antes uma confluência de choques de grande magnitude que afetam temporariamente a inflação.

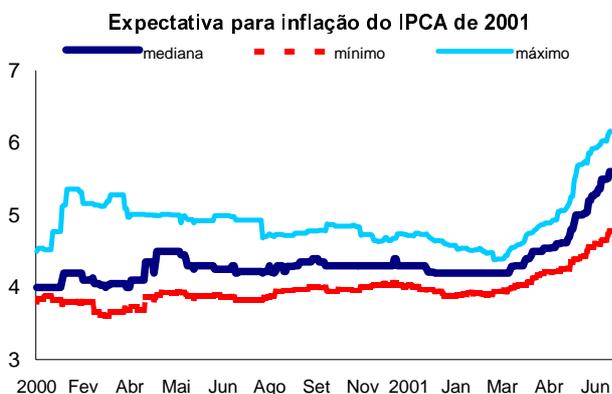
Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 15,75% a.a. (Relatório de Março)



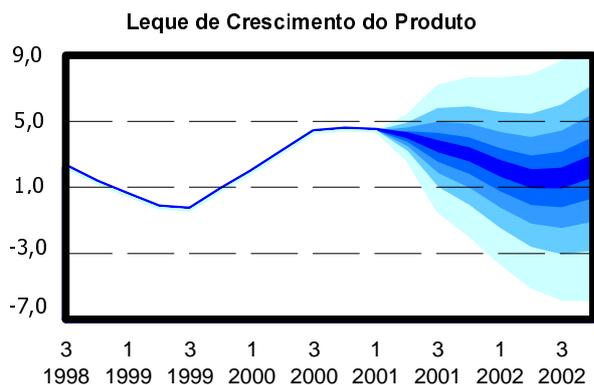
Comparando a projeção atual com a do *Relatório* de março, aqui reapresentada, nota-se mudança substantiva no desenho da trajetória esperada. Embora não se possa fazer uma comparação direta, pois as projeções baseiam-se tanto em hipóteses diferentes de cenário, assimetria e taxa de juros, como também em modelos com especificações distintas, vale comentar alguns pontos. Em primeiro lugar, a inflação observada nos primeiros cinco meses de 2001, superior à expectativa do Copom em março, motivou a revisão da estimativa para o ponto inicial da trajetória central em 0,6 ponto percentual.

Em segundo, houve alterações fundamentais no cenário básico, especialmente nas variações estimadas para os preços administrados e na evolução da taxa de câmbio. Em relação ao petróleo, para citar apenas o caso mais importante, os preços vigentes em março para os vencimentos futuros eram cerca de US\$2,00 inferiores aos atuais. E embora a taxa de

câmbio já apresentasse depreciação crescente, a aplicação da fórmula paramétrica para o reajuste dos preços domésticos dos combustíveis ainda não permitia inferir elevações significativas nos trimestres seguintes.

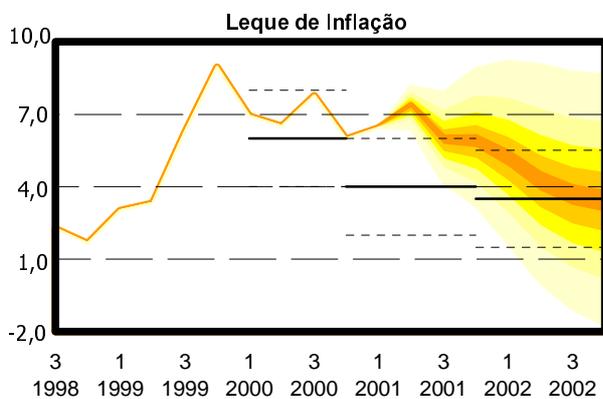


Varição do PIB com juros fixos de 18,25% a.a.



(variação do PIB, 12 meses sobre 12 meses anteriores)

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de juros de mercado.



(inflação acumulada em 12 meses)

Além disso, no decorrer do segundo trimestre, as expectativas de inflação sofreram contínuas revisões para cima, como mostra o gráfico ao lado, que resume as informações captadas pela pesquisa do Grupo de Comunicação Institucional (GCI) junto a aproximadamente 70 instituições financeiras e consultorias especializadas. Essa deterioração das expectativas de inflação acompanhou a dinâmica auto-alimentada e essencialmente unidirecional de depreciação da taxa de câmbio no período, que se intensificou em maio, com o aumento da incerteza devido à crise de energia elétrica e seus potenciais desdobramentos tanto econômicos quanto políticos.

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. Essa imprecisão aumenta ainda mais em face da crise de energia, cujos efeitos sobre o produto potencial e o hiato são difíceis de quantificar. A projeção central para o crescimento do produto em 2001 é de aproximadamente 2,8%, com a hipótese de taxa de juros constante em 18,25% a.a.

Apresenta-se também o leque da inflação levando-se em conta a trajetória esperada pelo mercado para a taxa de juros básica em 21 de junho. Como nos

Inflação do IPCA com expectativas de juros de mercado 1/

Ano	T	Intervalo de Probabilidade					Projeção Central	
		50%						
		30%			10%			
2001	2	6,9	7,1	7,2	7,4	7,5	7,7	7,3
2001	3	5,1	5,4	5,7	6,0	6,3	6,7	5,9
2001	4	4,7	5,1	5,6	6,0	6,5	7,0	5,9
2002	1	3,6	4,2	4,8	5,4	6,0	6,7	5,2
2002	2	2,4	3,1	3,8	4,5	5,2	6,1	4,3
2002	3	1,6	2,4	3,2	4,0	4,8	5,7	3,7
2002	4	1,2	2,1	2,9	3,7	4,5	5,5	3,4

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

1/ Grupo de Comunicação Institucional - 21/06/2001

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 de 18,75% a.a. e atingindo 16,4% ao final de 2001 e 14,6% ao final de 2002. À exceção dessa hipótese para a taxa de juros, foram mantidas todas as demais como descritas no cenário básico, inclusive a trajetória para a taxa de câmbio.

Atualizações nos Modelos de Previsão de Inflação Utilizados pelo Banco Central

O Banco Central atualiza periodicamente os modelos utilizados para previsão de inflação e simulação de política monetária, quer pela revisão dos parâmetros e coeficientes que são estimados ou calibrados, quer pela adoção de novas especificações para as equações estruturais. As projeções de inflação apresentadas no texto baseiam-se em um modelo que incorpora duas especificações introduzidas desde o último *Relatório*. A primeira refere-se à estimação da curva de Phillips, que passa a explicar somente a inflação dos preços não administrados. A segunda mudança foi feita na curva IS, com a inclusão da estrutura a termo da taxa de juros no conjunto das variáveis utilizadas para explicar o hiato do produto. Essas modificações são explicadas com mais detalhes a seguir.

I – Curva de Phillips para preços não administrados

Até o *Relatório* de março de 2001, a curva de Phillips utilizada apresentava a seguinte especificação:

$$\pi_t = \alpha_1 \pi_{t-2} + \alpha_2 \pi_{t-1} + \alpha_3 E_{t-1} \pi_t + \alpha_4 h_{t-1} + (1 - \alpha_1 - \alpha_2 - \alpha_3) \Delta(e_t + \pi_t^*) + \varepsilon_t$$

onde: π => inflação total;

h => hiato do produto;

e => taxa de câmbio nominal;

π^* => inflação externa.

Essa especificação é bem semelhante às comumente encontradas na literatura e tem como variável dependente a inflação cheia. Ela pressupõe que todos os preços da economia são reajustados em função das inflações passada e esperada, da variação do custo em reais dos bens importados e do hiato do produto. Entretanto, uma parcela considerável dos componentes do IPCA – algo entre 20 e 25% do índice – refere-se a bens e serviços, como derivados de petróleo e tarifas públicas, cujos preços são administrados e que seguem uma lógica de reajuste diferente da dos demais preços, doravante denominados preços livres ou de mercado. Conforme explicado em *Relatórios* anteriores, a projeção da inflação dos preços administrados era feita fora do modelo. Para se chegar à inflação total, era necessário adicionar choques à inflação projetada pelo modelo a cada trimestre, que se calculavam conforme a fórmula abaixo:

$$\varepsilon_t = \sum_j (\pi^j - \pi^l) \omega^j$$

onde: ε é o choque a ser adicionado na inflação; π^j é inflação projetada para o bem administrado j ; π^l é a inflação de mercado projetada e ω^j é o peso do item no IPCA.

Tendo em vista que a lógica de reajuste dos preços administrados é diferente da dos preços livres e que a curva de Phillips deve explicar melhor a formação desses últimos, a nova especificação proposta foi:

$$\pi_t^l = \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 E_{t-1} \pi_t + \alpha_3 h_{t-1} + (1 - \alpha_1 - \alpha_2) \Delta(e_t + \pi_t^*) + \varepsilon_t$$

Ou seja, essa curva de Phillips é basicamente a anterior, onde a variável dependente foi substituída pela inflação de mercado. Note-se que essa inflação de mercado depende da inflação cheia passada e esperada, como discutido em Bogdanski *et alli* (2001)¹. Conforme era esperado, os coeficientes estimados do hiato do produto e da expectativa de inflação aumentaram em relação à especificação anterior. Entretanto, não houve alteração significativa no impacto do hiato do produto e da inflação esperada sobre a inflação total, que é obtida a partir da soma da inflação de mercado com a de preços administrados, ponderadas pelos respectivos pesos no IPCA. Assim como vinha sendo feito nas simulações, a trajetória de preços administrados continua a ser exogenamente determinada.

A maior diferença entre a especificação atual e a anterior foi uma redução no coeficiente estimado do repasse da variação cambial para a inflação. Essa queda, entretanto, parece estar mais relacionada ao maior tamanho da série histórica de dados do que a alterações na especificação do modelo. O *Relatório* de Março de 2001 abordou esse tema, mostrando uma redução do coeficiente do repasse desde a mudança do regime cambial, em janeiro de 1999.

Simulações utilizando as informações conhecidas até abril de 2001 mostraram que, comparada ao modelo antigo, a inflação projetada utilizando a nova especificação cai 0,11 ponto percentual em 2001 e 0,20 ponto percentual em 2002. Em linha com o que foi discutido acima, a maior parte dessa queda deve-se à redução do coeficiente de repasse cambial na nova especificação.

II – Incorporação da estrutura a termo das taxas de juros na curva IS

A segunda alteração feita no modelo estrutural refere-se à introdução da inclinação da estrutura a termo na explicação da demanda agregada, de forma que a nova curva IS estimada tivesse a seguinte especificação:

$$h_t = \beta_0 + \sum_{i=0}^T \beta_i^1 r_{t-i} + \sum_{i=0}^T \beta_i^2 IC_{t-i} + \sum_{i=0}^T \beta_i^3 \mathbf{X}_{t-i} + \varepsilon_t$$

onde: r é a taxa real de juros; IC é a inclinação da curva de juros, definida pela diferença entre os logaritmos da taxa do *swap* de juros de 6 meses e da taxa Selic; \mathbf{X} é um vetor de outras variáveis explicativas, que inclui termos defasados do hiato, taxa real de câmbio e variáveis fiscais; ε é um erro i.i.d.

1 Bogdanski, J., Freitas, P., Goldfajn, I. e Tombini, A. (2001). "Inflation targeting in Brazil: shocks, backward-looking prices and IMF conditionality". *Working paper series* do Banco Central do Brasil, a ser publicado.

É importante incluir a inclinação da estrutura a termo das taxas de juros na curva IS porque os agentes econômicos devem tomar decisões de consumo e investimento tendo como base não somente a taxa Selic, mas também taxas mais longas. Resumidamente, essas taxas refletem tanto a evolução esperada da taxa Selic como um prêmio de risco associado à duração do contrato. Se esse prêmio fosse relativamente constante ao longo do tempo, projeções do hiato do produto e da inflação baseadas na taxa Selic não seriam muito diferentes de projeções feitas utilizando taxas de juros mais longas. Entretanto, como não se espera que o prêmio de risco seja invariante no tempo, deve haver divergências mais significativas entre projeções utilizando a taxa Selic e aquelas que utilizam taxas longas.

A experiência recente é compatível com alterações significativas nesse prêmio de risco. Do primeiro para o segundo trimestre deste ano, a inclinação da curva de juros passou de uma média de 0,9 ponto percentual para 4,4 pontos percentuais. Apesar de esse aumento poder ser atribuído tanto a uma crença de que a taxa Selic venha a subir nos próximos meses, como a um aumento do prêmio de risco¹, esse último fator parece ter sido mais importante. Afinal, enquanto a expectativa para a Selic para o final de 2001 passou de 13,75% a.a. em 2 de março para 16% a.a. em 1º de junho, de acordo com as pesquisas feitas pelo Banco Central junto ao mercado, o *swap* com vencimento de 6 meses subiu de 15,7% a.a. para 21,53% a.a.

Deve-se ainda esclarecer por que o Banco Central não havia ainda incorporado a inclinação da curva de juros em seus modelos. Em primeiro lugar, não se pode desprezar o problema do período amostral ser curto, o que vem sendo gradativamente aliviado com o passar do tempo. Em segundo lugar, conforme mencionado acima, em períodos de relativa estabilidade de prêmio de risco, projeções de hiato do produto utilizando a taxa Selic fornecem aproximações satisfatórias. Essa parece ter sido a situação ocorrida entre o início de 2000 e o primeiro trimestre de 2001, período em que as médias trimestrais da inclinação da curva variaram entre 0 e 1 ponto percentual. Por fim, a incorporação da inclinação da curva de juros na equação IS requer que sejam feitas previsões sobre o comportamento futuro dessa variável. Sobre esse problema, é importante fazer alguns comentários adicionais.

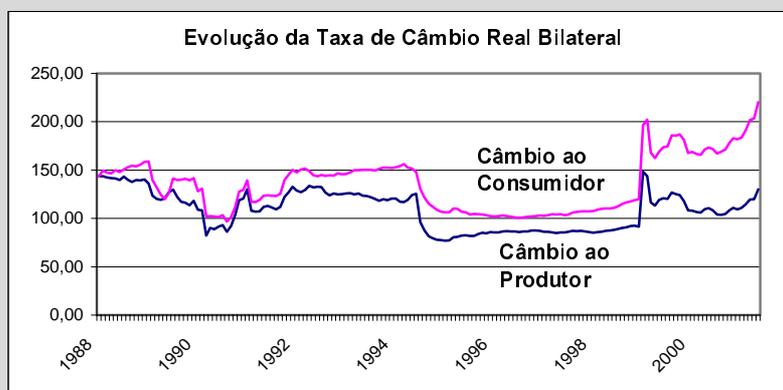
Em primeiro lugar, é razoável supor que a taxa do *swap* e, conseqüentemente, a inclinação da curva de juros, dependam da taxa Selic. É necessário, portanto, que o impacto da taxa de juros sobre o hiato do produto reflita não só o efeito direto, mas também o indireto, dado pelo efeito da taxa Selic sobre a inclinação da curva de juros. Assim, nas simulações, considera-se que o coeficiente da taxa Selic inclua o impacto total, direto e indireto, sobre o hiato do produto. Já o coeficiente estimado para a inclinação da curva de juros deve ser interpretado como o impacto

¹ Deve-se realçar que, nesse caso, o prêmio de risco refere-se ao “term premium”, o prêmio associado ao risco do agente manter uma posição de maior duração. Esse risco não deve ser confundido com outros conceitos de risco, como o risco Brasil, mesmo que haja uma correlação positiva entre eles.

sobre o produto causado por variações na inclinação oriundas de fatores não associados à Selic. Ou seja, a evolução da inclinação da curva de juros utilizada nas simulações não deve depender do comportamento da taxa Selic, mas sim de cenários para o prêmio de risco. Para as projeções de inflação apresentadas neste *Relatório*, supôs-se, em consonância com a percepção da evolução de risco prevista, que a inclinação da curva de juros diminuirá gradativamente até o final do ano, mantendo-se constante a partir de então.

Evolução da Taxa de Câmbio Real

A taxa nominal de câmbio é um indicador freqüentemente consultado pelos agentes econômicos em suas decisões, mas, de fato, estas estão condicionadas à evolução da taxa real de câmbio (TRC). Uma forma comum de calcular esta taxa seria ajustar a taxa nominal de câmbio pela diferença entre os níveis de preços praticados nos mercados internacional e doméstico. Nesse sentido, busca-se comparar os custos de produção ou o poder de compra dos consumidores em ambos os mercados, bem como simplesmente confrontar os incentivos à produção de bens comercializáveis e não comercializáveis na economia doméstica.



Seguindo o supracitado princípio geral, o gráfico acima mostra a evolução de duas medidas de TCR que, apenas para efeitos de identificação, serão chamadas de câmbio ao produtor e câmbio ao consumidor¹.

¹ As taxa ao produtor e ao consumidor foram, respectivamente, calculadas pelas fórmulas:

(1) $\theta_p = E \cdot \text{PPI} / \text{IPA-DI}$ [Câmbio ao Produtor]

(2) $\theta_c = E \cdot \text{CPI} / \text{IPC}$ [Câmbio ao Consumidor], onde

E ° valor de venda do dólar dos Estados Unidos ao final de cada mês (PTAX);

PPI ° custo ao produtor no mercado norte-americano - *Producer Price Index*;

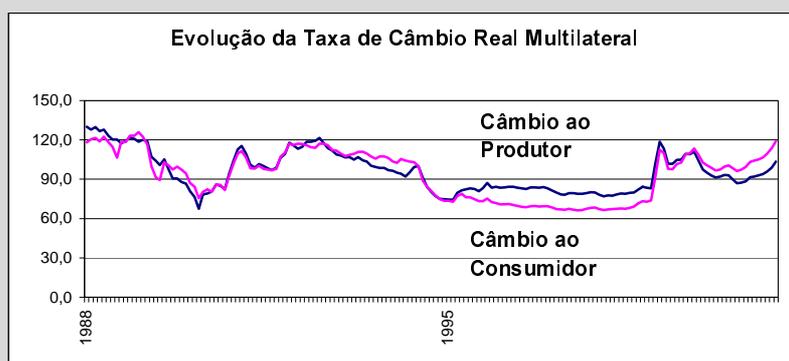
IPA-DI ° custo ao produtor no mercado brasileiro - Índice de Preços no Atacado, Disponibilidade Interna (IPA-DI) é utilizado como substituto do índice de preços ao produtor;

CPI ° preços ao consumidor no mercado norte-americano - *Consumer Price Index*;

IPC ° preços ao consumidor no mercado brasileiro - Índice de Preços ao Consumidor (IPC-FIPE).

Em uma perspectiva de longo prazo, o gráfico acima apresenta indícios de que a taxa de câmbio ao consumidor, ainda que em intervalos de tempo descontínuos, depreciou-se ao longo dos últimos treze anos, tendo a taxa de câmbio ao produtor seguido caminho inverso. A título de ilustração, a razão entre o câmbio ao produtor e o câmbio ao consumidor deslocou-se do patamar de 1,00 em janeiro de 1988, para 0,59 em maio de 2001.

Alternativamente às TCR bilaterais até o momento consideradas, pode-se trabalhar com a noção de TCR multilateral. Nesta construção, grosso modo, pondera-se pela participação no intercâmbio comercial com a economia doméstica, o produto da cotação da moeda doméstica em relação a cada moeda externa considerada, pelo respectivo índice de preços externo. O gráfico abaixo mostra taxas multilaterais ao produtor e ao consumidor, tendo como vetor de ponderação a participação nas exportações brasileiras. Ao contrário do gráfico anterior, que utilizou valores do final do mês, no gráfico abaixo foram utilizadas as médias mensais da taxa de câmbio nominal.



Este gráfico, assim como seu antecedente, apresenta indícios de que a taxa de câmbio ao consumidor depreciou-se ao longo dos últimos treze anos, embora se deva admitir que, em termos absolutos, esse movimento foi praticamente nulo. Mais uma vez, para o câmbio ao produtor as evidências apontam para a apreciação. A razão entre o câmbio ao produtor e o câmbio ao consumidor deslocou-se do patamar de 1,10 em janeiro de 1988, para 0,87 em maio de 2001.

Conduzidas com base apenas na evolução do valor absoluto das TCR, embora bastante instrutivas, as avaliações até o momento implementadas não podem ser tidas como conclusivas, pois a noção de apreciação ou depreciação da TCR depende do que aconteceu, no mesmo intervalo de tempo, com os fundamentos da economia.

Desalinhamento

Definir a taxa de câmbio real de equilíbrio (TCRE), uma variável não observável, é o primeiro passo no processo de avaliação de eventual desalinhamento. Como condição necessária, a TCRE

deve ser compatível com a sustentabilidade dos equilíbrios interno e externo da economia. Assim, para ser equilíbrio, de um lado o nível da TCR precisa viabilizar o financiamento do déficit em conta corrente por um fluxo de capitais sustentável; de outro, deve viabilizar um equilíbrio sustentável no mercado de bens não comercializáveis. Isso posto, a TCRE deve evoluir em função do comportamento dos fundamentos da economia, afastando-se das variáveis derivadas exclusivamente das expectativas dos agentes.

Admitindo que a tendência de longo prazo da TCR, obtida por intermédio da aplicação do Filtro Hodrick- Prescott, equivalha à TCRE, infere-se que:

- (1) entre 1988 e 1996, independente da metodologia de mensuração, a TCRE teria passado por um processo de redução do seu nível que, entretanto, desde 1996 vem sendo revertido;
- (2) independente da metodologia de mensuração, em janeiro de 2001, a taxa de câmbio real observada estaria apreciada, com o desequilíbrio situando-se entre 3% e 6%;
- (3) independente da metodologia de mensuração, em maio de 2001, a taxa de câmbio real observada estaria depreciada, com o desalinhamento situando-se entre 6% e 9%.

A Recente Bolha

A qualquer momento, uma economia exibe uma TCRE de curto prazo que, em princípio, pode ser representada pela TCR observada. Esta seria então interpretada como resultante da combinação das forças que determinam os equilíbrios nos mercados de bens e nos mercados financeiros. Se o longo prazo é uma soma de curtos prazos, era de se esperar que a TCR observada não se afastasse muito da taxa de equilíbrio de longo prazo, ou seja, do nível compatível com o equilíbrio sustentável.

Na realidade, porém, a TCR observada eventualmente perde o vínculo com os fundamentos e passa a ser governada por fatores que afetam a economia somente por intermédio da influência que exercem sobre as expectativas dos agentes. Esse fenômeno é tratado na literatura como “bolhas” - fatores especulativos que geram crescimento de preços (no caso, da taxa nominal de câmbio) de uma maneira auto-realizável.

Ao final de maio de 2001, o valor médio de venda (PTAX) do dólar dos Estados Unidos alcançou o patamar de R\$ 2,36, mas, no dia 20 de junho de 2001, a cotação média já havia atingido o nível de R\$ 2,47. Considerando as evidências anteriormente apresentadas de que, ao final de maio, a TCR estaria depreciada entre 6% e 9%, é meritória suposição de que esse deslocamento da taxa nominal de câmbio foi produto precipuamente de fatores especulativos, uma vez que, se existiram, as mudanças nos fundamentos foram desprezíveis nos vinte dias que separam as duas observações.

Anexos

Notas da 57ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 20 e 21.3.2001

Local: Sala de reuniões do 8º andar (no dia 20) e 20º andar (no dia 21) do Edifício-Sede do Banco Central - Brasília - DF

Horário de início: 16:45 h dia 20 e 17:09 h dia 21

Horário de término: 19:05 dia 20 e 20:12 h dia 21

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Arminio Fraga Neto - **Presidente**

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Ilan Goldfajn

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Tereza Cristina Grossi Togni

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 20)

Altamir Lopes - Departamento Econômico (Depec)

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

José Antonio Marciano - Departamento de Operações Bancárias (Deban)

Alexandre Antonio Tombini - Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

Eduardo Hitiro Nakao - Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

Demais participantes (todos presentes no dia 20)

Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria

Gustavo Bussinger - Consultor do Depec

João Borges - Assessor de Imprensa (Asimp)

Sérgio Goldenstein - Consultor da Dipom

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

Demanda e oferta agregadas

No início de 2001, os indicadores do nível de atividade continuaram sinalizando forte expansão. A demanda por consumo expandiu-se tanto no atacado quanto no varejo, conforme evidenciado pelas vendas da indústria, inclusive de segmentos específicos como o de autoveículos, e pelo faturamento do comércio varejista da região metropolitana de São Paulo. Atuam no mesmo sentido, a expansão de 9,6% do número de transações com cartões de crédito, no primeiro bimestre do ano, ante igual período de 2000, e a relativa ao crescimento do número de cheques compensados, 1,5% no mesmo período.

Contribuíram para o crescimento do consumo a redução nas taxas de juros, estimulada pelos cortes na taxa Selic, assim como o aumento do nível de emprego, evidenciado pela redução na taxa de desemprego aberto e pelo crescimento das taxas de emprego formal. Ressalte-se, entretanto, que embora esse movimento favoreça a elevação da massa salarial, transcorre em ritmo moderado.

A redução nas taxas de juros, associada às melhores condições de emprego e renda, têm concorrido para a manutenção da trajetória de expansão das operações de crédito concedidas pelo sistema financeiro, expresso pelo crescimento de 5,2% no volume concedido com recursos livres, no primeiro bimestre do ano. Destaca-se a elevação de 9,7% nos recursos direcionados às pessoas físicas, enquanto os recursos contratados pelas pessoas jurídicas registraram incremento de 2,9%, em função de menor demanda sazonal. A expansão do crédito vem sendo acompanhada de forma apenas incipiente pela elevação da inadimplência nas operações com pessoas físicas, com elevação de 3,5% em janeiro para 3,6% em fevereiro, nos créditos com atraso superior a 90 dias.

A expansão do crédito tem dinamizado, sobretudo, a comercialização de bens duráveis, segmento no qual o valor unitário dos bens é relativamente mais elevado, o que torna suas vendas mais suscetíveis a operações de financiamento.

A produção industrial cresceu 6,5% em 2000, o melhor resultado desde 1994, sinalizando a recuperação do setor, após dois anos de queda. Nesse contexto, a indústria extrativa mineral atingiu variação de 11,9%, resultante, principalmente, do aumento da extração de petróleo em bruto e de gás natural, e a indústria de transformação, responsável por cerca de 90% da produção total, de 5,9%.

A análise de estatísticas dessazonalizadas revela maior dinamismo na evolução dos indicadores relativos a investimento, comparativamente àqueles relacionados ao consumo. Tal comportamento, na medida que reflete decisões de ampliação da capacidade produtiva, indica expectativa dos agentes de crescimento prolongado e sustentável.

O investimento, em janeiro, apresentou evolução positiva de forma generalizada. Com dados isentos de influências sazonais, a produção de bens de capital cresceu 0,5% em janeiro, e a produção de insumos da construção, 2,1%, levando esses indicadores a situarem-se em patamar significativamente mais elevado do que o registrado em janeiro de 2001.

A análise de itens selecionados da produção de bens de capital aponta variação acumulada de 19,2%, em doze meses, até janeiro, da produção de bens de capital para uso industrial, significativamente superior às taxas de expansão relativas à produção industrial como um todo, 6,9%, e às de bens de capital, 14,6%, indicando trajetória de ampliação da capacidade instalada do setor, bem como de outros segmentos produtivos, como transportes e o agrícola.

O principal impacto do aquecimento da demanda é observado no saldo comercial. O déficit registrado no ano até a terceira semana de março alcançou US\$ 689 milhões. Apesar do crescimento de 13,8% das exportações no primeiro bimestre frente ao ano passado, as importações se ampliaram a uma velocidade maior (18,4%) no período. O efeito do crescimento da economia fica transparente nos dados desagregados de importação: aumento de 25,9% no quantum importado de bens intermediários e de 9% para bens de capital nos últimos 12 meses. Parte desse incremento, entretanto, reflete não apenas o crescimento da demanda doméstica, mas também a expansão da quantidade exportada de manufaturados, com efeito líquido positivo, porém defasado, sobre a balança comercial.

As elevações do déficit comercial e do déficit em transações correntes têm contribuído para afetar o nível da taxa de câmbio, que elevou-se de R\$ 1,81, na média do terceiro trimestre do ano passado, para R\$ 2,02, na média do ano, até 20 de março. No entanto, desde fevereiro, a evolução da taxa de câmbio passou a refletir a deterioração do cenário externo. Em particular, podem ser citadas as maiores incertezas quanto ao ritmo de desaceleração da economia americana, refletidas em parte na redução rápida do preço das ações negociadas em suas bolsas de valores, e a crise de confiança em mercados emergentes importantes como a Argentina e, em menor grau, a Turquia.

Ambiente externo

A economia mundial vem sendo marcada pela desaceleração nos Estados Unidos e pela estagnação da economia japonesa, ao passo que os países europeus sustentam ritmo de crescimento moderado. O quadro internacional também foi influenciado pela volatilidade dos preços do petróleo. Essa volatilidade não deve reduzir-se a curto prazo, dadas as incertezas sobre a demanda mundial e a possibilidade de novos cortes de produção da OPEP, em adição aos cortes já anunciados em janeiro e março.

A política monetária dos EUA promoveu a terceira queda consecutiva neste ano de 0,5 ponto percentual na taxa dos *fed funds*. A economia americana está passando por rápida deterioração da confiança privada e alta ainda moderada da taxa de desemprego, enquanto a taxa de inflação permanece estável. O afrouxamento monetário deve afetar positivamente o desempenho da economia no segundo semestre, embora a magnitude e a duração da desaceleração corrente sejam superiores às esperadas pela maioria dos analistas há algumas semanas.

As economias emergentes, embora ainda num ciclo de recuperação após as crises de 1997 e de 1998, tendem a sofrer os impactos da perda de dinamismo do comércio mundial e da maior aversão ao risco dos investidores, associada ao maior grau de incerteza mundial.

Em relação à Argentina, a economia experimentou um período de crescente incerteza sobre a capacidade de crescimento a curto prazo e sobre o apoio político ao ajuste fiscal proposto pelo governo. A recente instabilidade levou a duas trocas de comando do Ministério da Economia em março e a ampla reforma ministerial, fatos que não contribuíram para manter a confiança externa e a percepção de risco soberano.

Preços

O comportamento dos preços no primeiro bimestre do ano foi influenciado por fatores sazonais, como os reajustes das matrículas e mensalidades escolares, bem como dos alimentos *in natura*. Também importantes foram as elevações das tarifas de ônibus urbanos e de energia elétrica, bem como as taxas de água e esgoto em algumas capitais. O IPCA acumulou alta de 1,03% no primeiro bimestre, ante 0,75% em igual período do ano passado. A soma da inflação acumulada até fevereiro mais o aumento esperado de preços administrados ao longo do ano atinge 2,4%, o que representa 60% da meta estabelecida.

Em fevereiro, os grupos transportes e educação contribuíram com 0,31 ponto de porcentagem para a variação de 0,46% do IPCA.

O IGP-DI cresceu 0,83% nos primeiros dois meses do ano, sendo 0,49% em janeiro e 0,34%, em fevereiro. Em igual período de 2000, registrara-se 1,22%. No primeiro mês do ano, a elevação do índice foi favorecida pela queda registrada pelos preços dos produtos agrícolas, que se reverteu em fevereiro, tendo apresentado crescimento de 0,3%. Observe-se que tanto o IPA quanto o IPC e o INCC apresentaram menores taxas de variação, comparativamente a janeiro. No caso do IPA, as taxas atingiram 0,40% em janeiro e 0,31% em fevereiro, comportamento causado basicamente pelas menores altas dos preços dos produtos industriais (0,31%, ante 0,78%). No IPC, a desaceleração foi mais acentuada, passando de 0,64%, em janeiro, para

0,4%, em fevereiro. O INCC apresentou taxas respectivas de 0,58% e de 0,34%, redução causada principalmente pelos menores custos da mão-de-obra.

Observe-se que a oferta de alguns produtos, como carne e leite, contribuirá de forma menos intensa à contenção dos preços, em relação ao padrão registrado em 2000, haja vista a ocorrência de condições meteorológicas especialmente favoráveis naquele ano. Considere-se ainda os reajustes, já previstos contratualmente, em alguns preços administrados, a entrar em vigência a partir de junho, e a evolução recente da taxa de câmbio, refletindo a deterioração do cenário internacional.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

No período entre 14 de fevereiro e 20 de março, o Banco Central manteve a estratégia de girar integralmente o principal atualizado de NBC-Es e NTN-Ds. No entanto, para atender a maior demanda por *hedge* cambial decorrente do agravamento da crise externa, foram realizados dois leilões extras de NBC-Es de seis meses no dia 19 de março. Computando-se todas as operações definitivas com NBC-Es e o pagamento de juros dos títulos da espécie em poder do mercado, o resultado monetário apresentou-se contracionista em R\$ 1,0 bilhão.

As operações competitivas com títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional, por seu turno, determinaram uma expansão de R\$ 2,9 bilhões no mercado monetário, em particular, devido ao resgate líquido de R\$ 1,0 bilhão de NTN-Ds.

O Tesouro Nacional efetuou oito leilões de LTNs, com o valor financeiro das vendas alcançando R\$ 6,9 bilhões, em contrapartida a resgates totais de R\$ 9,1 bilhões, no que está incluído R\$ 1,7 bilhão relativo a três leilões de compra de títulos com prazo a decorrer. No período, ocorreu apenas uma oferta pública de LFTs, com prazo de cinco anos. Esta venda totalizou R\$ 1,1 bilhão, com deságio médio de 0,03% ao ano. Os resgates de títulos dessa espécie somaram R\$ 1,3 bilhão.

Ratificando a tendência de consolidação do mercado de NTN-Cs, ocorreu a primeira oferta pública de títulos com prazo de dez anos, bem como a re-oferta de títulos com vencimento em 2005. As vendas alcançaram R\$ 0,5 bilhão, sendo 5% liquidados com o uso de créditos securitizados de responsabilidade do Tesouro Nacional.

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:

- a. a inflação observada em fevereiro (0,46%) superou o valor esperado (0,20%);
- b. os preços internacionais do petróleo nos mercados à vista e futuros recuaram cerca de US\$ 1,50 desde fevereiro. Assim, a despeito da depreciação do real ocorrida ao longo do primeiro trimestre, estima-se queda de 4,5% para o preço da gasolina nos postos em abril (equivalente a queda estimada inferior a 6% na refinaria), e pequenas reduções adicionais em julho e setembro;
- c. o reajuste médio estimado para os preços administrados em 2001 foi revisto de 8,5% para 6,1%, com impacto direto no IPCA de 1,39 ponto percentual. Essa revisão foi motivada por três fatores, além do já mencionado preço da gasolina. Primeiro, a adoção pelo IBGE da metodologia usual para o cálculo do item “Empregado Doméstico” a partir de abril. Isso deve reduzir a variação desse item de 19,2% (reajuste do salário mínimo) para algo em torno de 11% no ano, com efeitos distribuídos e não concentrados em abril. Segundo, elevação da hipótese de aumento das tarifas de ônibus urbanos em 2001, posto que algumas capitais não tiveram aumento no ano passado. E terceiro, reestimação do reajuste médio das tarifas de energia elétrica de 15,8% para 12,8%;
- d. de acordo com as projeções dos contratos futuros, a hipótese para a trajetória da taxa dos *fed funds* inclui redução adicional de 25 pontos-base no terceiro trimestre de 2001. Assim, essa taxa cairia dos atuais 5,0% a.a. para 4,75% a.a., estabilizando-se em seguida neste patamar;
- e. no cenário externo, pressupõe-se desaceleração da economia norte-americana, com redução do crescimento concentrada no primeiro semestre, seguida de recuperação a partir do segundo. Considera-se que a elevação recente do prêmio de risco Brasil deva reverter-se ao longo do ano. Em relação à última reunião, entretanto, projeta-se um pequeno deslocamento para cima da curva de risco Brasil.

Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior, em particular a obtenção de superávit primário de acordo com as metas estabelecidas pela política fiscal.

O núcleo de inflação do IPCA calculado pelo método das médias aparadas subiu de 0,42% em janeiro para 0,54% em fevereiro. O mesmo comportamento foi observado pelos núcleos do IPCA calculados por exclusão. Retirando a influência dos preços administrados, a variação acumulada do IPCA nos últimos 12 meses subiu de 3,2% em janeiro para 3,8% em fevereiro, interrompendo a tendência de queda iniciada em setembro. Já o núcleo da inflação medida pelo IPC-BR, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, caiu de 0,44% para 0,36%.

A mediana das expectativas para a variação do IPCA coletadas por pesquisa diária do Banco Central manteve-se em 4,20% para 2001, mas reduziu-se de 3,82% para 3,75% para 2002. A magnitude da variação cambial recente, frente à aceleração do ritmo da atividade econômica, pode aumentar o grau de repasse para os preços domésticos. Neste caso, a pressão inflacionária originada no canal de câmbio poderia elevar a taxa de inflação deste ano. Dos exercícios de simulação com o cenário considerado no modelo básico (estrutural), concluiu-se que a manutenção da taxa de juros no nível atual de 15,25% a.a. representa risco não desprezível para o cumprimento da meta de 4% para a inflação em 2001.

Diretrizes de política monetária

O forte crescimento da economia no final de 2000 prossegue nos primeiros meses de 2001. Essa tendência, contudo, não tem resultado ainda em desequilíbrios entre oferta e demanda que afetem diretamente os índices de inflação.

O principal impacto do aquecimento da demanda nos últimos meses é observado no saldo da balança comercial. Embora o crescimento das importações responda em parte ao aumento das exportações de manufaturados, é inegável que o avanço da demanda pressiona as importações. O efeito líquido, nos dois primeiros meses do ano, traduziu-se na ampliação do déficit comercial em US\$ 360 milhões, quando comparado ao primeiro bimestre do ano passado. No entanto, a perspectiva para o segundo e terceiro trimestres do ano é de melhora dos saldos comerciais, dado o início do período de embarques da safra agrícola. Para o ano, o comportamento da balança comercial dependerá essencialmente do diferencial de crescimento entre a economia doméstica e dos nossos principais parceiros comerciais, e da evolução da taxa de câmbio real.

A redução do saldo comercial e o correspondente aumento do déficit em conta corrente têm contribuído para pressionar a taxa de câmbio, não obstante o reconhecimento de que aquele aumento implica acréscimos limitados nas necessidades de financiamento externo. A esta pressão tem se agregado, mais recentemente, o impacto de incertezas de caráter conjuntural, particularmente em relação à intensidade da desaceleração da economia americana e à crise política na Argentina. No comportamento recente da taxa de câmbio, portanto, conjugam-se fatores que são de natureza temporária a outro de caráter mais persistente.

Nesse contexto, ganha importância a questão do repasse da taxa de câmbio para os preços domésticos. Desde a flutuação do real em 1999, o grau de repasse vem declinando continuamente, dado que apenas a parcela da variação cambial entendida como permanente transmite-se aos

preços finais, sem alterar de forma significativa as expectativas de inflação. No entanto, depreciações acentuadas do câmbio, ainda que em boa medida resultado do ambiente de incertezas, podem elevar o grau de repasse na medida em que parte da depreciação cambial pode ser percebida como duradoura.

O aumento do núcleo da inflação nos últimos meses, a inflação observada acima das expectativas e as incertezas quanto ao grau de repasse da depreciação cambial recente, dada a aceleração do ritmo de atividade econômica, quando tomados em conjunto, indicam que há riscos para o cumprimento da meta de 4% para a inflação em 2001.

Diante disso, o Copom decidiu elevar a meta para a taxa Selic para 15,75% ao ano.

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 17 de abril de 2001, 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 8.018, de 22.11.2000, do Banco Central.

Alexandre Antonio Tombini

Notas revisadas pela Diretoria.

Notas da 58ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 17 e 18.4.2001

Local: Sala de reuniões do 8º andar do Edifício-Sede do Banco Central - Brasília - DF

Horário de início: 16:00 h dia 17 e 16:50 h dia 18

Horário de término: 19:05 dia 17 e 21:20 h dia 18

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 17)

Altamir Lopes - Departamento Econômico (Depec)
Daso Maranhão Coimbra - Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin)
José Antonio Marciano - Departamento de Operações Bancárias (Deban)
Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)
Sérgio Goldenstein - Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

Demais participantes (todos presentes no dia 17)

Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria
Antônio Carlos Monteiro - Secretário-Executivo do Banco Central do Brasil
Alexandre Antonio Tombini - Coordenador do Grupo de Comunicação Institucional (GCI)
João Borges - Assessor de Imprensa (Asimp)

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

Demanda e oferta agregadas

Os indicadores do nível de atividade econômica seguiram mostrando expansão forte nos primeiros meses do ano, sobretudo no segmento industrial. Em março, entretanto, estatísticas referentes à atividade varejista mostraram-se menos favoráveis do que nos meses anteriores.

No setor fabril, a produção industrial aferida pelo IBGE, bem como o nível de vendas reais, pesquisado pela CNI, mantiveram tendência de crescimento em fevereiro, com aumentos respectivos de 1,53% e de 6,32% em relação ao mesmo mês do ano passado. Os primeiros dados para março, referentes ao segmento automotivo, indicaram continuidade dessa expansão. Nesse mês, foram vendidas 181 mil unidades, 33,5% acima das vendas de março de 2000.

O faturamento real do varejo na Região Metropolitana de São Paulo apresentou resultado positivo de 1,9% em fevereiro, em termos dessazonalizados, segundo levantamento da Federação do Comércio do Estado São Paulo (FCESP). No ano, as vendas reais acumularam alta de 7,1%, principalmente como resultado das variações no faturamento de bens de consumo duráveis, 11,8%, de não duráveis, 13,9%, e de materiais de construção, 13,5%. Deve-se observar que, apesar do expressivo crescimento do comércio até fevereiro, a taxa situa-se abaixo da variação acumulada em 2000, 10,4%. O resultado preliminar de março, queda dessazonalizada de 0,75%, indica arrefecimento do ritmo de expansão.

Outros indicadores também evidenciam a tendência de redução do ritmo de expansão da atividade varejista. Dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes ao número de consultas ao Serviço de Proteção ao Crédito e Telecheque, revelaram queda de 0,89% em março, considerada a série dessazonalizada. Para os primeiros quinze dias de abril, registrou-se expressiva redução do número de consultas em relação a igual período de 2000.

Em parte, o comportamento recente dos indicadores do comércio pode ser atribuído à elevação do nível de inadimplência e à deterioração das expectativas dos agentes. O Índice de Confiança do Consumidor, pesquisado pela FCESP, registrou 113,4 em abril, 115,6 em março e 119,9 em fevereiro, em escala que varia de zero (pessimismo extremo) a 200 (otimismo extremo). O declínio do índice nos últimos três meses deveu-se, principalmente, à percepção de piores condições econômicas. Quanto à inadimplência, informações da ACSP mostraram que a taxa líquida (descontados os cancelamentos dos novos registros no cadastro do SPC) elevou-se 32% no primeiro trimestre de 2001 em relação a igual período de 2000. De forma semelhante, a relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu média de 4,47% nos primeiros três meses de 2001, ante 3,55% em igual período do ano anterior.

Indicadores relativos ao crédito contratado junto ao sistema financeiro evidenciam que o estoque de crédito ainda registra crescimento acentuado. Os saldos das operações contratadas a taxas livres registraram crescimento mensal de 5% em março, distribuídos em 5,4% para as operações com pessoas físicas e 4,9% para as realizadas com empresas.

No entanto, as novas concessões, considerando a média diária das operações em março, registraram crescimento de 0,6% nas destinadas às pessoas físicas, e queda de 4,3% nas destinadas às pessoas jurídicas, após elevação de 9,2% e 7,1% no mês anterior. Assinale-se, ainda, o crescimento moderado da taxa de inadimplência representada pelas operações com atraso de até noventa dias, que alcançou 5,9% e 2% do total das operações de crédito com pessoas físicas e empresas, respectivamente.

Apesar do crescimento da atividade industrial, o nível de utilização da capacidade instalada tem apresentado relativa estabilidade, atingindo 80,2% em fevereiro deste ano, mantendo praticamente o mesmo percentual de fevereiro de 2000, 80,3%, segundo a CNI. Esse comportamento deveu-se, em parte, à expansão da formação bruta de capital fixo na indústria, tendência que vem se mantendo nos últimos meses, segundo resultados de indicadores de investimentos.

Nesse sentido, assinale-se o crescimento de 17,6% na produção e de 39,1% no *quantum* de importações de bens de capital no primeiro bimestre do ano, desempenho que, paralelamente à contração de 3% no *quantum* de exportações desse segmento, evidencia a expansão do consumo aparente de bens de capital, sugerindo a ampliação da capacidade instalada.

No setor agrícola, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de fevereiro revisou o percentual de crescimento da safra de grãos no ano agrícola 2000/2001 para 12,4%, ante 10,3% assinalados no levantamento anterior. A safra recorde deverá atingir 93,6 milhões de toneladas, com destaque para os aumentos de 26% e 8,6% previstos na produção de milho e soja, respectivamente. O crescimento real esperado da renda agrícola deverá contribuir para a manutenção do atual patamar da demanda interna.

A evolução positiva do nível de atividade tem se refletido no mercado de trabalho. A taxa de desemprego aberto atingiu 5,72% em fevereiro, ante 5,7% em janeiro e 8,16% em fevereiro de 2000. Descontadas as influências sazonais, a taxa vem mantendo trajetória de queda desde outubro do ano passado. O emprego formal continuou em recuperação, com crescimento dessazonalizado de 0,27% no mesmo mês. Dados da CNI e da FIESP para a indústria confirmaram tendência do aumento do nível de emprego. Em fevereiro, pesquisas dessas entidades indicaram altas de 0,55% e 0,41%, respectivamente, do número de postos de trabalho no Brasil e em São Paulo, considerando dados isentos de sazonalidade. Em fevereiro, a massa salarial real na indústria cresceu 0,75%, segundo a CNI, e 1,13%, segundo a FIESP, alcançando variações de 4,26% e 5,71% em doze meses, respectivamente.

Em relação aos fluxos de comércio exterior, destaca-se o impacto da expansão dos investimentos internos, que têm pressionado as importações de bens de capital e bens intermediários, contribuindo para o resultado deficitário de US\$ 677 milhões da balança comercial no primeiro trimestre. As exportações cresceram 14,4% frente a igual período do ano anterior, com destaque para os produtos básicos e manufaturados.

As doenças que afetam rebanhos na Europa ampliaram o espaço para as exportações de proteína vegetal e de carnes brasileiras. As quantidades exportadas de farelo de soja e soja em grão cresceram de forma significativa, beneficiadas, ainda, com ganhos de preço no caso do farelo de soja destinado a ração animal. As exportações de carne de frango, principalmente para a Europa, comandaram o incremento dos negócios com carnes, acompanhadas por crescimento com menor intensidade nas vendas de carne bovina e suína.

As vendas de produtos manufaturados como aviões, calçados, celulares e automóveis continuaram com bom desempenho, destacando-se no caso dos automóveis a manutenção da importância dos EUA como mercado de destino. Derivados de petróleo, como óleo combustível e gasolina, também mostraram crescimento acentuado nas exportações nos últimos meses.

Em síntese, a atividade econômica situa-se em patamar elevado e mantém-se em expansão nos primeiros meses de 2001. Esse comportamento repercute, principalmente, nos níveis de produção industrial, na maior pressão sobre os fluxos de importação e na evolução favorável dos indicadores

do mercado de trabalho. Dados divulgados recentemente, referentes a março e abril, sinalizam arrefecimento dessa expansão, sobretudo na atividade do comércio varejista, fato que pode ser atribuído às expectativas de redução da oferta de crédito e de condições econômicas menos favoráveis.

Preços

O principal determinante da inflação em março foi a elevação de preços dos produtos agropecuários. O IPCA variou 0,38%, ante 0,46% em fevereiro, tendo o aumento dos gastos com feijão, produtos *in natura*, leite e aves correspondido a 0,18 ponto percentual desse crescimento. O aumento dos preços dos remédios, observado principalmente em meados de fevereiro, mas com impactos extensivos a março, contribuiu com 0,06 ponto percentual da variação no mês.

O IGP-DI cresceu 0,80%, ante 0,34% em fevereiro, como resultado das maiores variações no IPC (0,56% ante 0,40%) e sobretudo no IPA (1,01% ante 0,31%). No componente atacadista, destacaram-se os aumentos dos preços dos produtos de origem animal - bovinos, aves, ovos e leite - bem como do feijão e das hortaliças, que conjuntamente, contribuíram com 0,82 ponto percentual da variação do IPA. No IPC, a variação desses mesmos itens representou cerca de metade do crescimento do índice. O núcleo do IPC elevou-se 0,53% em março, acumulando 4,43% nos últimos 12 meses.

Ambiente externo

O cenário econômico internacional continuou apresentando sinais de desaceleração no ritmo de crescimento. A estagnação do Japão e, principalmente, a manutenção da trajetória de desaquecimento da economia dos Estados Unidos reduziram as perspectivas de expansão na economia mundial. Na América Latina, as dificuldades desse cenário são maiores pelas incertezas quanto ao desempenho da economia argentina.

Nos Estados Unidos, os indicadores de demanda permanecem com suas variações acumuladas em 12 meses declinantes, embora ainda positivas, à exceção do crédito ao consumidor, que ainda mantém crescimento acima de 10%. A produção industrial, em março, apresentou elevação de 0,4% na série dessazonalizada, após cinco quedas mensais sucessivas, mas continua com variações acumuladas em 12 meses em declínio, situando-se em 4,5%, ante 5% até fevereiro. O mercado de trabalho reflete esse contexto e sugere a busca de ajustamento por parte das empresas. Assim, a taxa de desemprego, em março, registrou seu nível mais elevado desde julho de 1999, 4,3%. Os indicadores de confiança da indústria manufatureira e dos consumidores, que registraram ligeira elevação em março, não sugerem aprofundamento no desaquecimento daquela economia.

Destaque-se que os indicadores de preços não apontam pressões inflacionárias, a despeito da volatilidade nos preços internacionais do petróleo, de modo que as reduções nas taxas básicas de juros pelo Federal Reserve tendem a contribuir favoravelmente para o desempenho da economia, com reduzido risco de gerar inflação.

A continuidade da incerteza quanto à capacidade da economia argentina recuperar seus fundamentos e retomar o crescimento tem contribuído para aumentar a volatilidade nos mercados financeiros daquele país, com elevação nas taxas cobradas ao governo na colocação de títulos e ampliação dos *spreads* nas captações externas, apesar das mudanças propostas pela nova equipe econômica. Os resultados desfavoráveis do PIB no quarto trimestre de 2000, que contribuíram para a contração anual do produto, e os déficits fiscais superiores ao previsto também influenciaram negativamente as análises das agências de classificação de risco, levando à redução dos *ratings* atribuídos àquele país.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

Nas semanas posteriores à última reunião do Copom, a estrutura a termo da taxa de juros apresentou fortes oscilações, refletindo o ambiente de incerteza no mercado internacional e a própria decisão do Copom, considerada inesperada pelo mercado. Como resultado, o carregamento da carteira total de títulos prefixados em mercado passou a registrar prejuízo.

Entre 21 de março e 17 de abril, houve duas ofertas públicas de venda de títulos cambiais (NBCE), com prazos de 4,6 e de 2 anos. Essas ofertas destinaram-se à rolagem integral do principal atualizado, acrescido dos juros finais, das NBCE vincendas em 19 de abril. A opção por dois vencimentos procurou atender à demanda por *hedge* cambial para prazos distintos. Os títulos foram colocados integralmente às taxas de 11,20% ao ano, para o de prazo mais longo, e de 10,95% ao ano, para o mais curto, com resultado financeiro total de R\$ 2,9 bilhões.

Em relação ao impacto monetário, considerando-se as liquidações financeiras entre 21 de março e 17 de abril, as operações com títulos do Tesouro Nacional determinaram expansão de R\$ 3,8 bilhões, em particular devido ao resgate líquido de R\$ 8,3 bilhões de LTN. Já as operações com títulos do Banco Central geraram contração de R\$ 1,7 bilhão.

A elevação das taxas de juros desde a última reunião do Copom acarretou modificações na composição da dívida federal interna. Com o resgate líquido de títulos prefixados e a redução de preços decorrente da elevação dos juros, o estoque de LTN em poder do público (avaliado ao preço de lastro) reduziu-se de R\$ 74,5 bilhões em janeiro para R\$ 66,4 bilhões em 9 de abril. A colocação líquida de LFT em substituição à LTN elevou o estoque desses títulos de R\$ 126,0 bilhões para R\$ 139,7 bilhões no mesmo período. A parcela da dívida atrelada à variação cambial

passou para R\$ 122 bilhões, contra R\$ 108,8 bilhões em janeiro. O prazo médio da dívida mobiliária reduziu-se de 32,2 meses em fevereiro para 31,4 em março. O prazo médio das emissões de títulos federais passou de 45,5 para 21,2 meses entre fevereiro e março, devido à pequena oferta de LFT e ao encurtamento do prazo das NBCE ofertadas.

O cronograma de vencimentos indica resgates em maio de cerca de R\$ 21,0 bilhões de LFT, R\$ 8,3 bilhões de LTN e R\$ 2,3 bilhões de NBCE e NTN-D.

Em março, o volume diário médio de operações definitivas foi de R\$ 5,9 bilhões, contra R\$ 7,8 bilhões no mês anterior. A queda foi registrada em todos os grupos de títulos e deveu-se ao menor volume de ofertas públicas e à deterioração das expectativas. O giro diário dos títulos prefixados, em particular, recuou quase 41%, passando de R\$ 3,9 bilhões em fevereiro para R\$ 2,3 bilhões em março.

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:

- a. a inflação observada em março (0,38%) superou o valor esperado (0,22%) por conta da elevação dos preços de alimentos;
- b. o preço internacional do petróleo permanece volátil. Nos mercados à vista, as cotações elevaram-se desde a última reunião, mas os mercados futuros mantêm expectativas de quedas ao longo do ano. Considerando a curva de preços atualmente implícita nos contratos futuros de petróleo do tipo *Brent*, a média do ano deve situar-se em cerca de US\$ 25 por barril;
- c. o reajuste para as tarifas de energia elétrica no restante do ano corrente foi reestimado de 12,8% de volta para 15,8%, com aumento maior no terceiro trimestre. Também foram reestimados os reajustes de telefonia e transportes públicos, e a distribuição das variações do item “Empregado Doméstico” ao longo do ano foi refeita para ajustar-se à metodologia que será adotada pelo IBGE a partir de abril. Para o conjunto de preços administrados, incluindo combustíveis, energia, transportes públicos e telefonia, o reajuste médio esperado é de 8,9%, com contribuição direta de 2 pontos percentuais para a inflação no ano;
- d. foi adicionada a hipótese de que a variação dos preços dos alimentos situe-se 0,5 ponto percentual abaixo da variação da média dos preços no segundo trimestre, dado que a chegada da safra agrícola ao mercado tende a reverter parcialmente a elevação atípica dos preços de alimentos verificada no primeiro trimestre;

- e. de acordo com as projeções dos contratos futuros, a hipótese para a trajetória da taxa dos *fed funds* envolve queda linear do atual patamar de 4,5% a.a. para 4,0% a.a. ao final do ano, com posterior estabilidade;
- f. no cenário externo, pressupõe-se desaceleração da economia norte-americana, com redução do crescimento concentrada no primeiro semestre, seguida de recuperação a partir do final do segundo. Considera-se que a elevação recente do prêmio de risco Brasil deva reverter-se ao longo do ano. Em relação à última reunião, entretanto, projeta-se um pequeno deslocamento para cima da curva de risco Brasil.

Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior, em particular a obtenção de superávit primário de acordo com as metas estabelecidas pela política fiscal, e o crescimento do PIB foi ajustado de acordo com os dados mais recentes divulgados pelo IBGE.

Dos exercícios de simulação com o cenário considerado no modelo básico (estrutural), concluiu-se que a manutenção da taxa de juros no nível atual de 15,75% ao ano aponta para uma inflação acima de 4% em 2001, embora confortavelmente dentro do intervalo de tolerância. Para 2002, projeta-se uma inflação muito próxima da meta de 3,5%.

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método das médias aparadas, elevou-se de 0,54% em fevereiro para 0,59% em março. No acumulado de 12 meses, este núcleo registra 5,62% de inflação. A análise dos núcleos do IPCA calculados por exclusão conduz à conclusão que, retirando-se a influência dos preços administrados e dos alimentos, a variação acumulada do IPCA nos últimos 12 meses permanece em torno de 4%. O núcleo da inflação medida pelo IPC-BR, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, subiu de 0,36% para 0,53% entre fevereiro e março.

A mediana das expectativas para a variação do IPCA coletadas por pesquisa diária do Banco Central apresentou os seguintes resultados: para 2001, elevou-se de 4,20% para 4,50%, ao passo que, para 2002, reduziu-se de 3,75% para 3,68%.

Diretrizes de política monetária

O aquecimento da demanda nos últimos meses tem influenciado os resultados da balança comercial, com as importações crescendo em ritmo superior ao das exportações. Nesse ambiente, a intensificação de incertezas no campo externo, associada à instabilidade do cenário político doméstico, têm contribuído para manter pressionada a taxa de câmbio. O grau do repasse da variação da taxa de câmbio para os preços domésticos é sujeito a incertezas, devido à complexa conjugação dos fatores relacionados acima.

Desde a última reunião do Copom, ocorreram alterações no cenário econômico. Em primeiro lugar, as estimativas para a variação dos preços administrados foram revistas para cima. As tarifas dos serviços de utilidade pública provavelmente terão reajustes maiores que anteriormente previstos. As tarifas atreladas aos índices gerais de preços devem ser contaminadas pela influência da variação cambial sobre os preços no atacado. No conjunto, os preços administrados tendem a representar 2 pontos percentuais na inflação do ano, caracterizando um choque significativo de oferta.

Em segundo lugar, a inflação observada no primeiro trimestre superou a expectativa tanto do Copom quanto do mercado, principalmente pela evolução desfavorável dos preços dos alimentos. A análise da inflação, porém, sugere que há espaço para uma reversão parcial do efeito adverso dos preços de alguns alimentos, com a normalização das condições climáticas e a entrada da safra agrícola. Também, ainda não há evidências claras do aumento do repasse da variação cambial para os preços domésticos. O repasse observado em alguns produtos tem ficado pouco acima dos valores esperados, como no caso de aves e carne bovina, mas há repasses abaixo do esperado, como nos produtos eletroeletrônicos que utilizam insumos importados. No entanto, a deterioração das expectativas dos agentes indica a possibilidade de maior pressão por repasse no futuro. Na medida em que a economia venha a estabilizar-se num ritmo de crescimento mais moderado, esta pressão deve ser amenizada por uma maior dificuldade de repasse para os preços de bens finais.

No tocante às alterações positivas no cenário, cabe destacar a ampliação do esforço fiscal sinalizada pela proposta de diretrizes orçamentárias para os próximos dois anos e a redução adicional de meio ponto percentual na taxa de juros básica dos Estados Unidos, que permitirá minorar os efeitos da desaceleração do seu crescimento sobre a economia mundial e melhorará as condições globais de liquidez.

A estrutura a termo das taxas de juros domésticas apresenta acentuada inclinação positiva. Em consequência, espera-se uma redução na oferta de crédito pelos intermediários financeiros, o que pode conduzir à moderação do crescimento econômico. Os indicadores que refletem o desempenho mais atual do comércio reforçam essa perspectiva de estabilização do nível de atividade. Caso essa tendência se confirme, o que parece provável, não deverão ocorrer pressões inflacionárias adicionais neste e no próximo ano.

O Copom avaliou que cabe reforçar o entendimento de alguns conceitos básicos que guiam a sua atuação.

O controle da inflação de acordo com as metas determinadas pelo Governo é o objetivo principal do Banco Central. Ao contrário do regime anterior, o nível da taxa de câmbio não é a meta do

Banco Central. Assim como não o é qualquer outro preço específico da economia. Variações da taxa de câmbio só são relevantes na medida em que haja impacto sobre a taxa de inflação do IPCA. Como a relação entre câmbio e inflação depende de muitos fatores (se a depreciação é permanente ou temporária; se haverá repasse aos preços ou não), é essencial enfatizar que a meta é a inflação e não a taxa de câmbio.

O principal instrumento do Banco Central é a taxa de juros. Os outros instrumentos de política monetária são apenas complementares. Por exemplo, no caso de falta de liquidez e alta volatilidade, a intervenção esporádica no mercado de câmbio pode ser útil para permitir a formação consistente do seu preço. O mesmo aplica-se no caso dos títulos indexados à taxa de câmbio.

A política monetária não tem impacto instantâneo sobre a inflação. A defasagem temporal entre a ação do Banco Central e o efeito sobre a economia exige que o Copom procure se antecipar a pressões inflacionárias, e não atue com base em informações defasadas. O risco é encontrar-se atrasado no processo de controle da inflação, o que acaba por aumentar o grau de incerteza, com prejuízo para o nível de atividade e o potencial de crescimento da economia.

O Banco Central persegue a trajetória para a meta de inflação de 4% em 2001 e 3,5% para 2002, com intervalo de tolerância de 2 pontos percentuais. A margem de tolerância é grande, pois a meta é definida para a inflação cheia (e não seu núcleo ou um índice expurgado) e sem cláusulas de exceção como em outros países. No entanto, o Banco Central mira o ponto central de suas metas anuais. A distinção que se deve fazer é entre o rigor do objetivo traçado e a avaliação *a posteriori* do desempenho. Isso é análogo ao atirador que se contentaria em acertar o círculo em torno do alvo, mas sempre procura acertar o seu centro, não sua margem.

A avaliação de quando o Banco Central deve fazer uso do intervalo de tolerância requer a identificação da causa do desvio. Se for um choque de demanda, a taxa de juros deve ser ajustada de forma a recolocar a demanda agregada em sua trajetória pré-choque. Se for um choque de oferta, é consenso na maioria dos bancos centrais que se deve combater os efeitos secundários, mas não o impacto direto do choque sobre o nível de preços. Assim, no caso de um choque negativo, deve-se atuar para que o desvio para cima em relação à meta seja apenas temporário. O argumento é simétrico para choques positivos.

É preciso cuidado para não se confundir mudanças no nível de preços com desvios da trajetória de inflação. Por exemplo, um choque de oferta com impacto de um ponto percentual sobre o nível de preços implicaria aumento de um ponto na inflação medida nos últimos doze meses. Por definição, esse aumento permaneceria embutido na taxa de inflação

por doze meses, desaparecendo ao final do período se os efeitos secundários forem evitados. Isso requer a volta da inflação mensal a níveis compatíveis com a trajetória desejada já nos meses seguintes ao choque. O intervalo de tolerância serve para orientar a ação do Banco Central nessas circunstâncias, ajudando a dosar a velocidade de retorno à trajetória desejada para a inflação. O importante é que haja confiança no retorno da inflação a sua trajetória de metas.

Na prática, nem sempre é fácil classificar os choques. A atual conjuntura apresenta uma combinação de pressões. Por um lado, deve-se considerar o efeito do aquecimento da demanda nos últimos meses, num ambiente de retração mundial e crescente aversão ao risco. Por outro lado, os reajustes do conjunto de preços administrados impactam os custos de produção e representam um choque de oferta na economia cujos efeitos de segunda ordem têm que ser controlados. Por sua vez, a depreciação da taxa de câmbio tem um impacto tanto sobre os custos dos produtos com insumos importados quanto sobre a demanda por bens exportáveis. O ambiente de turbulência tem reforçado o caráter defensivo das reações dos agentes aos eventos na Argentina e, em menor grau, ao cenário político doméstico, o que indica a natureza temporária de parte da pressão sobre a taxa de câmbio.

Desta forma, avaliando o cenário macroeconômico acima e seus indicadores - o aumento do núcleo da inflação nos últimos meses, a inflação observada acima das expectativas e as incertezas quanto ao grau de repasse da depreciação cambial recente - concluiu-se pela consolidação do movimento iniciado na reunião de março para realinhar a trajetória esperada da inflação às metas estabelecidas para 2001 e 2002.

Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade elevar a meta para a taxa Selic para 16,25% ao ano.

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 22 de maio de 2001, 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 8.018, de 22.11.2000, do Banco Central.

Gustavo Bussinger

Notas revisadas pela Diretoria.

Notas da 59ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 22 e 23.5.2001

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: 15:59 h dia 22 e 17:00 h dia 23

Horário de término: 19:38 dia 22 e 19:06 h dia 23

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

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)

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

Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

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

Antônio Carlos Monteiro - Secretário-Executivo do Banco Central do Brasil

João Borges - Assessor de Imprensa (Asimp)

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

Atividade Econômica

O nível de atividade tem mostrado sinais de arrefecimento, fato evidenciado, sobretudo, pela evolução dos indicadores de consumo nos últimos dois meses. Essa tendência deverá acentuar-se nos próximos meses em decorrência dos impactos advindos do racionamento de energia elétrica. Efeitos iniciais, como a deterioração das expectativas e o replanejamento de gastos futuros, tanto por parte de consumidores como de empresas, deverão se refletir nos próximos resultados dos indicadores econômicos. No segmento produtivo, as restrições da oferta de energia elétrica deverão se traduzir, entre outros, na redução do ritmo de crescimento que vinha sendo observado, principalmente no setor industrial.

Entre os componentes da demanda, o consumo é o que tem revelado maior perda de dinamismo. Dados de faturamento do comércio e de expectativas do consumidor sugerem esse comportamento. No segmento varejista, pesquisa do IBGE em nível nacional mostrou queda de 0,1% do faturamento real do comércio no ano até março, após registrar crescimento de 3% em janeiro, comparativamente a iguais períodos do ano anterior. Em São Paulo, dados da Federação do Comércio do Estado (FCESP) apresentaram elevação de 6,2% até abril, ante 8,1% em janeiro.

As consultas ao Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) e ao Telecheque na cidade de São Paulo também apresentaram sinais de arrefecimento. O número de consultas a esses serviços caiu 2,1% em abril, após ajuste de sazonalidade, diminuindo o crescimento acumulado no ano de 10,42% até março para 8,77% até abril.

O comportamento da atividade varejista reflete a percepção dos consumidores. O Índice de Intenções do Consumidor na Região Metropolitana de São Paulo, divulgado pela FCESP, passou de 106,3 em abril para 101 em maio. Essa queda é atribuída à crise política interna e à deterioração do cenário externo. Como a pesquisa engloba expectativas formadas no início de maio, o índice ainda não refletiu os impactos negativos causados pela crise energética.

Quanto à inadimplência, informações da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) mostraram que a taxa líquida (descontados os cancelamentos dos novos registros no cadastro do SPC) atingiu 9,4% em abril de 2001, ante 9,3% registrada em mesmo mês do ano anterior. No quadrimestre, houve acréscimo de 22,6% na taxa líquida média de inadimplência e de 27,9% na relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados.

Os indicadores de crédito no setor financeiro ainda não mostraram, claramente, acomodação do nível de atividade. As operações de crédito contratadas a taxas livres junto ao sistema financeiro registraram crescimento de 3,5% em abril (ante 5,1% em março). Esse desempenho está associado,

em grande parte, ao comportamento do crédito destinado às empresas nas modalidades referenciadas à taxa de câmbio, que determinaram crescimento de 3,8% no saldo das operações com pessoas jurídicas. Quando excluídas as modalidades vinculadas ao câmbio, essas operações apresentaram evolução de 2,2% no mês, ante 3,3% em março.

No mesmo sentido, o crescimento em abril de 2,9% (ante 5,5% em março) nas operações com pessoas físicas sugere um crescimento ainda elevado da demanda por crédito pessoal e para aquisição de bens, apesar da desaceleração em resposta ao crescimento das taxas ativas estabelecidas nos contratos dessas modalidades. Em abril, as médias diárias de concessões de novos créditos nas modalidades de crédito pessoal e para aquisição de bens registraram quedas de 0,7% e de 3,9%, respectivamente.

Do lado da oferta, os dados de maior abrangência reportam-se a março, refletindo, até aquele período, a forte expansão da atividade econômica. O PIB registrou crescimento de 3,77% no primeiro trimestre, impulsionado principalmente pelo desempenho do setor industrial, sobretudo dos subsetores de extrativa mineral (+10,5%) e da indústria de transformação (+6,4%). Ressalte-se que no segmento fabril a utilização da capacidade instalada, segundo pesquisa da Fundação Getúlio Vargas, atingiu 84% em abril deste ano, ante 83% em igual mês de 2000. Esse resultado, frente ao crescimento do setor observado no último ano, revela, em parte, a expansão dos investimentos realizados.

Esse dinamismo nos primeiros meses do ano espelha, em parte, o bom desempenho das exportações e explica o patamar elevado das importações. Até abril, a balança comercial apresentou crescimento significativo das exportações pelos embarques de carnes e de soja em grão e farelo de soja, como reflexo dos problemas fitossanitários em países da Europa. Os manufaturados mantiveram o desempenho dos últimos meses de 2000, principalmente pela exportação de produtos ligados à indústria automobilística. Sobressaíram, ainda, no período, as exportações de óleos combustíveis, item da pauta que ganhou importância desde o final de 2000, como resultado de estratégia que visa a troca de produtos derivados excedentes no País.

As importações também mantiveram o desempenho dos últimos meses, sobretudo pela manutenção do crescimento industrial, responsável pela elevação dos gastos com a aquisição de importantes itens de bens de capital e de matérias-primas e produtos intermediários. O aumento da importação de automóveis de passageiros foi igualmente significativo, como resultado dos acordos de comércio relativos ao setor e da elevação das importações procedentes de países asiáticos.

Os sinais de gradual acomodação na trajetória de indicadores econômicos, advindos principalmente da demanda, não representariam comprometimento dos níveis de expansão esperados para a atividade econômica este ano, revelando-se, ao contrário, benéficos ao ambiente econômico no tocante à evolução

dos preços - impactados sobremaneira pelos preços agrícolas - e à evolução da balança comercial. Contudo, há que se considerar as perspectivas que se delineiam diante da crise energética.

As implicações, neste primeiro momento, referem-se principalmente à deterioração das expectativas e seus desdobramentos sobre os fluxos de gastos e de crédito. As perspectivas são de intensificação do processo de desaceleração do consumo a partir de maio, sobretudo em relação aos bens cujas vendas envolvem comprometimento futuro de renda. Considerando um horizonte de tempo mais amplo, o arrefecimento dos gastos de consumo estará condicionado à magnitude dos efeitos da crise sobre os rendimentos e os níveis de emprego.

Em relação ao crédito, é provável que haja arrefecimento no volume de novas concessões no curto prazo e queda no médio prazo. Esse comportamento estará condicionado ao aumento nas taxas ativas e no *spread* de juros bancários, na iminência de maior risco de inadimplência. Adicionalmente, a demanda por crédito, tanto para consumo como para investimentos, deverá ser afetada pela evolução da renda.

No segmento industrial, que tem operado em patamar significativamente superior ao do ano passado, a crise energética implica diminuição no ritmo de expansão. Contudo, a possibilidade de transferência do consumo de energia entre setores tende a minorar os impactos do racionamento sobre o setor fabril. Além disso, processos de racionalização, de substituição de fontes energéticas e de intensificação de autogeração de energia elétrica na indústria deverão contribuir no mesmo sentido. Deve-se observar que esses processos, bem como a ausência de coeficientes setoriais que retratem com fidelidade as relações energia-produto nos diversos segmentos, dificultam uma avaliação quantitativa segura dos efeitos do racionamento sobre a produção industrial.

Diante dessas circunstâncias, mesmo que a atividade fabril não seja muito comprometida, o racionamento de energia elétrica poderá causar contração tanto nas exportações quanto nas importações. As exportações de produtos básicos não deverão ser afetadas significativamente, tanto por utilizarem relativamente menos energia elétrica que os industrializados, como pelo fato de boa parte da produção exportável ocorrer fora da área de racionamento. Entre os principais produtos semimanufaturados exportados, encontram-se os metalúrgicos, que utilizam mais intensamente a energia elétrica, embora algumas empresas do setor sejam auto-suficientes na geração de energia, podendo ocorrer redução do excedente exportável. A produção de manufaturados deverá sofrer o impacto direto da redução de energia elétrica e da diminuição na oferta de matérias-primas e produtos intermediários de origem doméstica, que poderá ser substituída por insumos importados.

Quanto às importações, espera-se queda nas aquisições de matérias-primas e de produtos intermediários. Essa redução, no entanto, pode ser atenuada pela substituição da oferta doméstica

por bens importados. Do mesmo modo, a redução na importação de bens de capital poderá ser compensada, em parte, pela necessidade de substituir equipamentos geradores de energia e de agilizar os investimentos necessários para sanar a crise do setor energético. Para combustíveis e lubrificantes, a redução da importação, pela retração no crescimento econômico, poderá ser atenuada pela necessidade de substituir energia elétrica por energia gerada a partir de derivados do petróleo. Portanto, as exportações e as importações deverão sofrer cortes em virtude do racionamento e da redução do nível de atividade.

Finalmente, em relação ao comportamento dos preços, o efeito imediato refere-se ao impacto das sobretaxas das contas de luz dos consumidores residenciais, calculado em 0,15 ponto percentual no IPCA de junho. Vale ressaltar que esse efeito terá sentido contrário ao final desse processo. Quanto ao impacto indireto do racionamento, deve-se considerar, por um lado, as perspectivas de restrições sobre a oferta, e a conseqüente elevação de custos. Por outro, a contração dos fluxos de consumo, já em desaceleração, e de investimentos tendem a atenuar as pressões sobre os preços.

Preços

Os fatores que vinham pressionando os índices de preços em março mantiveram-se em abril. O recrudescimento da alta dos preços dos produtos agropecuários, sobretudo os de origem animal, foi o principal responsável pela inflação no período. Além disso, o comportamento recente da taxa de câmbio influenciou desfavoravelmente a evolução dos índices nesses meses.

Mais especificamente, a elevação das taxas de inflação em abril deveu-se, sobretudo, ao comportamento dos preços dos alimentos, em razão da estiagem e da quebra de safra do feijão, aos efeitos da expansão das exportações de carnes sobre o mercado interno e aos impactos do comportamento do câmbio sobre os produtos derivados do trigo.

Com variação de 0,58% em abril, o IPCA acumulou 2% no ano e 6,61% em 12 meses. O resultado foi influenciado pela contribuição de 0,23 ponto percentual dos bens comercializáveis, como leite, feijão, aves e pão francês. Entre os produtos não comercializáveis, alimentos *in natura* contribuíram com 0,11 ponto percentual e o item empregado doméstico, com 0,08 ponto percentual. No caso dos bens com preços administrados, as altas em energia elétrica e taxa de água e esgoto foram compensadas pelas quedas dos preços do álcool e da gasolina.

O IGP-DI apresentou variação de 1,13% em abril, acumulando aumento de 2,79% no ano e de 11,16% em 12 meses. Esse resultado decorreu do aumento de 1,39% no IPA, de 0,86% no IPC e de 0,36% no INCC. No IPA, destacou-se a aceleração dos preços dos produtos de origem animal, que contribuiu para a expansão de 3,8% nos preços dos produtos agrícolas e de 0,48%

dos produtos industriais. Esses mesmos itens também pressionaram o item alimentação no IPC, que acusou alta de 2,26% em abril. O núcleo do IPC elevou-se 0,64% em abril, acumulando 6,07% em 12 meses.

Para os próximos meses, existe a perspectiva de arrefecimento dos preços dos produtos agrícolas, que se encontram em patamar relativamente elevado. Em outro sentido, o comportamento dos preços administrados deverá se fazer presente nos resultados dos índices, haja vista o impacto decorrente da sobretaxa de energia elétrica e os reajustes previstos para o setor, o aumento das tarifas de ônibus urbano em São Paulo, bem como o início dos reajustes das tarifas de telefonia, em junho.

Ambiente externo

A economia internacional permanece em desaceleração, por força do desempenho dos Estados Unidos e pela estagnação no Japão, enquanto as recentes elevações dos preços à vista e futuro do petróleo ainda suscitam inquietações quanto à trajetória da inflação. Nesse contexto, o Fundo Monetário Internacional, em seu relatório de maio, reduziu a previsão de crescimento do produto mundial em 2001 para 3,2%, ante 4,2% apresentada em outubro de 2000. Na América Latina e no Brasil, a este desaquecimento somam-se as incertezas decorrentes das dificuldades econômicas e financeiras da Argentina.

Nos Estados Unidos, a desaceleração no ritmo da atividade econômica induziu a autoridade monetária a promover sucessivas diminuições das taxas básicas de juros em 2001, totalizando 250 pontos básicos até 15 de maio, situando-a em 4% ao ano. O crédito ao consumidor, indicador de demanda cuja variação acumulada em 12 meses situava-se acima de 10% até fevereiro, reduziu-se para 9,9%, em março. A produção industrial registrou contração pelo sétimo mês consecutivo, ao acusar variação negativa de 0,3% em abril. Com esse resultado, a variação acumulada em 12 meses diminuiu de 4,4%, em março, para 3,7%, em abril. Sinais de desaceleração também são perceptíveis no mercado de trabalho, tendo o desemprego atingido 4,5%, em abril, e a quantidade de postos de trabalho diminuído em 223 mil unidades no mesmo mês. A primeira estimativa oficial indica crescimento de 2% do PIB no primeiro trimestre de 2001, ante expansão de 1% no último trimestre de 2000, na série dessazonalizada e variação anualizada. Avaliando-se o produto em relação a igual trimestre do ano anterior, a trajetória é de desaceleração, com o crescimento atingindo 2,7% no 1º trimestre de 2001, ante 3,4% no último trimestre de 2000. As taxas anuais de inflação ao consumidor e ao produtor registraram ligeira elevação em abril, situando-se em 3,3% e 3,7%, respectivamente.

O Banco Central Europeu (BCE) reduziu sua taxa de juros mínima de referência em 0,25 ponto percentual, para 4,5% ao ano, em 11 de maio, justificada por cenário de menor crescimento da

atividade na Área do Euro e trajetória descendente da inflação em direção à referência de 2%. Não obstante, o índice de preços ao consumidor harmonizado (IPCH) tem registrado variações mensais de 0,6%, 0,4% e 0,5%, respectivamente, entre fevereiro e abril, elevando a taxa anual de 2,6% para 2,9% nos dois últimos meses.

Na Argentina, o governo tem buscado reverter as expectativas negativas quanto às perspectivas da economia, enquanto a demanda agregada e a atividade industrial no país permanecem em patamares reduzidos. As vendas em supermercados e em shopping centers em março elevaram-se 2,6% e 0,15%, respectivamente, na comparação com os valores registrados em igual mês do ano anterior. O Estimador Mensal Industrial em março acusou contração de 1,1% na série dessazonalizada, implicando variação acumulada em 12 meses de -1,5%. Os resultados fiscais no primeiro trimestre totalizaram déficit de US\$ 3 bilhões, superior em 48% ao registrado no mesmo período de 2000. As taxas de juros, que apresentaram elevação considerável em março e abril, reduziram-se progressivamente em maio, refletindo as notícias da operação de troca da dívida, situando-se, no dia 23, em 15,10% ao ano para operações de 30 dias em pesos e 11,80% ao ano para operações em dólares. De modo reverter as expectativas pouco favoráveis do mercado financeiro, em 27 de abril foram editadas medidas fiscais visando diminuir o déficit em US\$ 4 bilhões, dentre as quais o aumento da alíquota do imposto sobre transações financeiras, de 0,25% para 0,4%, e o corte de US\$ 900 milhões nos gastos públicos. Nesse sentido, também foi finalizada a terceira revisão do acordo com o FMI, que ampliou em US\$ 1 bilhão a meta de déficit fiscal para o primeiro semestre, de forma a corrigir o desvio em relação à meta original para o primeiro trimestre do ano. A assinatura da revisão permite a liberação de parcela de US\$ 1,2 bilhão da “blindagem financeira” acordada em dezembro. Adicionalmente, o governo argentino busca concretizar troca de títulos para alongar os prazos de vencimento de suas dívidas interna e externa.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

Nas semanas posteriores à última reunião do Copom, a estrutura a termo da taxa de juros continuou apresentando oscilações. Às vésperas da reunião de 23 de maio, a curva apresentou um aumento de inclinação, para prazos superiores a cinco meses. Esse movimento deveu-se, principalmente, à incerteza quanto aos impactos econômicos e políticos, no médio prazo, da crise energética e do processo eleitoral do ano próximo.

O carregamento da carteira total de títulos públicos federais prefixados em mercado continuou apresentando prejuízo às vésperas da reunião.

Entre 19 de abril e 22 maio, houve quatro ofertas públicas de venda de NBCE, com prazos de 4,5, 7 e 10 meses, destinadas à rolagem integral do principal atualizado, acrescido dos juros finais. Os títulos com prazo de 7 meses foram parcialmente colocados (53%) e a taxa média de

colocação ficou em 13,60% a.a. Os demais foram integralmente vendidos, com o mais curto sendo vendido à taxa média de 8,90% a.a., enquanto que o mais longo, foi colocado à 8,75 e à 8,84% a.a., nas duas oportunidades em que foi ofertado. O montante total alcançou R\$ 5,1 bilhões.

O Tesouro Nacional ofertou títulos prefixados em apenas duas oportunidades, já que os prêmios sobre a Taxa Selic, assim como a volatilidade, permaneceram elevados. Foi colocado R\$ 0,9 bilhão em dois lotes de cinco meses de prazo, a taxas médias de 20,39% ao ano, no primeiro leilão, e de 21,65% ao ano, no segundo. Ofertou-se LFTs de cinco anos em quatro oportunidades. O valor financeiro total colocado foi de R\$ 8,9 bilhões, com deságios médios de 0,05%, 0,07%, 0,09% e 0,14% ao ano, respectivamente. Realizou-se ainda, em duas etapas, a oferta de NTN-C de vinte anos. A taxa de rentabilidade atingiu 10,78% ao ano, alcançando o montante de R\$ 1,4 bilhão, com 52% sendo liquidados por meio de LFT-B e de créditos securitizados de responsabilidade do Tesouro Nacional.

Quanto ao impacto monetário, considerando as liquidações financeiras entre 19 de abril e 22 de maio, as operações com títulos do Tesouro Nacional determinaram uma expansão de R\$ 9,7 bilhões, devido basicamente ao resgate líquido de R\$ 7,5 bilhões de LTN. Já as operações com títulos do Banco Central geraram uma contração de R\$ 2,1 bilhões.

A elevação da meta para a Taxa Selic nas duas últimas reuniões do COPOM e o resgate líquido de LTN explicam a redução da dívida prefixada desde o início de março. Essa queda foi de R\$ 12,4 bilhões entre 28 de fevereiro e 18 de maio e sua participação no total da dívida em poder do mercado reduziu-se de 15% para 12% no mesmo período. Por outro lado, a dívida vinculada à Taxa Selic se elevou em R\$ 12,2 bilhões no mesmo período, o que está associado, principalmente, à colocação líquida de LFT em contrapartida ao resgate líquido de LTN. A dívida cambial também apresentou crescimento de R\$ 19,4 bilhões, diante, não somente da desvalorização do câmbio, mas também da colocação líquida de NBCE, em resposta à maior demanda por hedge cambial. Em abril, o volume diário médio de operações definitivas foi de R\$ 5,2 bilhões, contra R\$ 5,9 bilhões no mês anterior. Essa queda registrada pode ser explicada pelo reduzido volume de ofertas públicas e pela elevada oscilação das taxas de juros no mês. A redução de 43,5% no volume diário médio negociado de LTNs foi a principal responsável pela redução do volume diário médio das operações definitivas, uma vez que os demais grupos de títulos apresentaram elevação. O volume diário médio das LTNs em abril foi de R\$ 1,3 bilhão, após já ter caído em março para uma média de R\$ 2,3 bilhões. Com isso, a participação relativa desses títulos caiu de 39,6%, em março, para 25,0%, em abril.

Assim como no mercado de títulos públicos, os contratos futuros de juros apresentaram redução de liquidez. No caso do DI-futuro, a média diária de contratos negociados reduziu-se de 235 mil

em março, para 194 mil em abril. O contrato futuro de DI de outubro continuou concentrando os negócios. O giro diário do DI a Termo também apresentou redução, de 3,3 mil para 2,0 mil contratos, não tendo havido abertura de novos vencimentos.

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 em abril (0,58%) situou-se no limite superior das expectativas em decorrência da elevação dos preços de Alimentos e Bebidas (1,8%), Empregado Doméstico (2,6%) e Energia Elétrica (1,9%). A variação desses três componentes respondeu por 0,55%, quase a totalidade do avanço mensal do índice;
2. o preço internacional do petróleo aumentou desde a última reunião, mantendo alta volatilidade nas cotações diárias. Considerando a curva de preços atualmente implícita nos contratos futuros de petróleo do tipo *Brent*, a média do ano deve situar-se em cerca de US\$ 27,5 por barril;
3. a projeção para o reajuste das tarifas de energia elétrica no restante do ano corrente foi elevada de 15,8% para 20%, incorporando o efeito da cobrança de sobretaxa sobre as contas dos consumidores residenciais, com início em junho. Também foram reestimados os reajustes de transportes públicos, levando em conta o aumento de 21,7% das tarifas de ônibus urbanos em São Paulo, cujo peso no índice é significativo. Para o conjunto de preços administrados, incluindo combustíveis, energia, transportes públicos e telefonia, o reajuste total esperado é de 13,3%, com contribuição direta de 2,4 pontos percentuais para a inflação no ano;
4. as quedas observadas nos preços dos produtos agrícolas nas primeiras semanas de maio justificaram a modificação da hipótese para o comportamento dos preços dos alimentos: espera-se variação nula desse grupo no segundo trimestre, revertendo os fortes aumentos verificados até abril;
5. estima-se que a taxa de juros dos *fed funds* permaneça no nível atual de 4,0% ao ano até o final de 2002;
6. no cenário externo, considera-se que a elevação recente do prêmio de risco Brasil tende a manter-se estável nos trimestres seguintes. Essa hipótese equivale a um deslocamento para cima da curva de risco Brasil quando se compara com a trajetória projetada na última reunião.

O choque de energia elétrica foi modelado inicialmente como um choque típico de oferta, reduzindo a taxa de crescimento e pressionando os preços. Considerou-se que o choque é temporário, ou seja, seus efeitos serão revertidos em 2002.

Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior, em particular a obtenção de superávit primário de acordo com as metas estabelecidas pela política fiscal, e o crescimento do PIB no primeiro trimestre foi ajustado de acordo com os dados divulgados pelo IBGE.

Dos exercícios de simulação com o cenário considerado no modelo básico (estrutural), concluiu-se que a manutenção da taxa de juros no nível atual de 16,25% ao ano aponta para uma inflação consideravelmente acima de 4% para 2001. No entanto, para 2002, projeta-se uma inflação muito próxima da meta de 3,5%.

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método das médias aparadas, reduziu-se de 0,59% em março para 0,46% em abril. No acumulado de 12 meses, este núcleo registra variação de 5,63%. A análise dos núcleos do IPCA calculados por exclusão conduz à conclusão que, retirando-se a influência dos preços administrados e dos alimentos, a variação acumulada do IPCA nos últimos 12 meses permanece em torno de 3,5%. O núcleo da inflação medida pelo IPC-BR, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, subiu de 0,53% para 0,64% entre março e abril.

A mediana das expectativas para a variação do IPCA coletadas por pesquisa diária do Banco Central apresentou os seguintes resultados: para 2001, elevou-se de 4,50% para 5,00%, e para 2002, de 3,68% para 3,80%.

Diretrizes de política monetária

O forte ritmo da atividade econômica no começo de 2001, em um contexto de desaceleração das economias de nossos parceiros comerciais, influenciou o nível das importações, que cresceu em ritmo superior ao das exportações, resultando em maior pressão sobre o saldo em transações correntes e as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos, com impacto negativo sobre a taxa de câmbio. A esse ambiente adicionou-se uma série de eventos particularmente desfavoráveis no cenário externo e interno, como a crise argentina, a instabilidade política doméstica e, mais recentemente, o anúncio da limitação da oferta de energia elétrica em três das cinco regiões geográficas do País. Esses eventos vêm contribuindo para manter pressionada a taxa de câmbio, variável que imediatamente reflete o grau de riscos percebidos pelos agentes econômicos.

Cabe salientar que a magnitude da depreciação cambial observada nos últimos meses implica, potencialmente, maior dificuldade para manter baixas as taxas de inflação ao consumidor.

O aquecimento da demanda observado em 2001 foi acompanhado da expansão do crédito nos últimos meses. Embora alguns indicadores já apontem ligeira redução da demanda agregada na margem, o mesmo não se verifica ainda com as operações de crédito. De fato, o volume de crédito concedido pelo sistema bancário cresceu 3,5% em abril, indicando que o aumento dos custos ao tomador final induzido pela inclinação mais positiva da estrutura a termo da taxa de juros ainda não produziu todo o efeito esperado de redução dos empréstimos. Os níveis de inadimplência e de cheques devolvidos, apesar de crescentes, não revelam, no entanto, redução de qualidade dos ativos das instituições financeiras.

O agravamento das incertezas observado desde a última reunião resultou em grande parte das anunciadas restrições ao consumo de energia elétrica, cujas conseqüências ainda não podem ser medidas com a precisão desejável. Está claro, porém, que os impactos sobre a oferta agregada serão severos, dada a magnitude e a duração inicialmente esperadas para a redução do consumo de energia elétrica. Isso caracteriza um choque de oferta.

Em princípio, esse choque deve reduzir mais rapidamente a quantidade ofertada de bens e serviços do que a quantidade demandada, o que tende a resultar em pressão inflacionária e menor taxa de crescimento do PIB. No entanto, é tarefa não trivial quantificar adequadamente esses efeitos e seus desdobramentos. Por exemplo, a queda da oferta dependerá da capacidade da economia se adaptar à nova realidade por meio de substituição, autogeração e racionalização de uso. Além disso, caso a demanda interna não caia na mesma proporção da oferta, como é provável, ela poderia ser parcialmente atendida por importações ou elevação de preços. O inevitável recuo inicial na taxa de crescimento do produto tende, ao longo do tempo, a contrapor-se às pressões inflacionárias à medida que se recompõe o equilíbrio entre oferta e demanda. Por outro lado, caso a demanda interna seja afetada fortemente pela deterioração nas expectativas, a inflação e o saldo comercial seriam menos afetados do que o produto.

A política monetária deve procurar neutralizar os efeitos secundários do racionamento sobre a taxa de inflação, notadamente aqueles cujo impacto se concentra em 2002. Os efeitos primários desse choque não se restringem ao impacto direto do aumento do custo da energia elétrica nos índices de preços. Abrangem também a esperada mudança nos preços relativos de bens e serviços decorrente da redução da oferta, que tende a elevar os índices de preços. Os efeitos secundários compreendem os possíveis movimentos de propagação de altas de preços derivados da mudança inicial e devem ser combatidos, sob pena de anular o realinhamento de preços relativos e ensejar nova rodada de correções.

Além do fato novo representado pelo choque de energia, devem ser levadas em conta outras alterações relevantes no cenário econômico desde a última reunião do Copom. No cenário externo, as incertezas permanecem, embora haja sinais de melhora. No caso da Argentina, as atenções continuam centradas na operação de troca de títulos de dívida de curto prazo por outros, mais longos, e essa situação deve mudar apenas em junho, quando os resultados da operação forem informados. Nos Estados Unidos,

a nova redução de meio ponto percentual nas taxas de juros básicas tende a melhorar as condições globais de liquidez e as perspectivas de crescimento da economia mundial. Isso favorece a continuidade de financiamento externo adequado para o saldo do balanço de pagamentos em transações correntes, mesmo em face de redução dos fluxos de investimentos diretos.

No contexto interno, a inflação de abril foi maior que a antecipada, novamente em consequência da elevação de preços de alimentos. Alguns produtos agrícolas tiveram alta expressiva explicada pela depreciação da taxa de câmbio. É o caso de carnes e aves, cuja exportações aumentaram com a forte demanda externa, e do trigo e seus derivados. Nas primeiras semanas de maio, porém, a melhora das condições climáticas e a entrada da nova safra já vêm produzindo recuo substantivo dos preços dos alimentos.

A trajetória do núcleo da inflação calculado pelas médias aparadas apresentou redução em abril, embora ainda continue em patamar elevado. As estimativas para a variação dos preços administrados foram revistas para cima, principalmente pela evolução adversa do preço internacional do petróleo. Além disso, outros fatores importantes para essa revisão foram a sobretaxa temporária nas contas de energia elétrica residencial e o reajuste das tarifas de ônibus em São Paulo. Considerados em conjunto, os preços administrados devem produzir impacto de 2,4 pontos percentuais sobre a inflação em 2001.

Em resumo, a economia brasileira enfrenta diversos choques adversos simultâneos, cujos efeitos líquidos sobre a inflação precisam ser identificados. Observa-se sinais de redução na demanda agregada a partir dos aumentos da taxa de juros e deterioração de expectativas. Na direção oposta, temos os impactos inflacionários potenciais da continuada depreciação cambial e do choque de energia, ainda por se materializar.

O Copom concluiu que a persistência das pressões já existentes sobre a taxa de inflação e os prováveis efeitos secundários da crise de energia recomendam reforço da política monetária de forma a realinhar a trajetória esperada da inflação às metas estabelecidas para 2001 e, principalmente, 2002.

Diante disso, o Copom decidiu por unanimidade elevar a meta da taxa Selic para 16,75% ao ano. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 19 de junho de 2001, 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 8.018, de 22.11.2000, do Banco Central.

Gustavo Bussinger

Notas revisadas pela Diretoria.

Medidas de política econômica

Medidas relacionadas ao racionamento de energia elétrica

Editadas em 15 de maio de 2001

Medida Provisória nº 2.147, da Presidência da República – criou e instalou a Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE), que tem como objetivo propor e implementar medidas de natureza emergencial para compatibilizar a demanda e a oferta de energia elétrica, de forma a evitar interrupções intempestivas ou imprevistas no seu suprimento.

Compete à GCE:

- estabelecer e gerenciar o Programa Emergencial de Redução do Consumo de Energia Elétrica e o Programa Estratégico Emergencial de Energia Elétrica;
- propor medidas para atenuar os impactos negativos da crise de energia elétrica sobre os níveis de crescimento, emprego e renda;
- propor a alteração de tributos e tarifas sobre bens e equipamentos que produzam ou consumam energia;
- propor o ajustamento dos limites de investimentos do setor elétrico estatal federal; e
- estabelecer negociações com setores específicos de consumidores para maior economia de consumo de energia elétrica.

O Programa Emergencial de Redução do Consumo de Energia Elétrica compreende ações de curto prazo para:

- otimizar o consumo de energia, priorizando setores estratégicos;
- estabelecer limites de uso de energia;

- estimular a autoprodução de energia; e
- definir condições específicas de comercialização de energia elétrica entre concessionários, permissionários e autorizados, bem como entre estes e os consumidores, objetivando a ampliação da oferta ou a redução do consumo.

O Programa Estratégico Emergencial de Energia Elétrica tem por objetivo aumentar a oferta de energia elétrica para garantir o pleno atendimento da demanda, com reduzidos riscos de contingenciamento da carga, evitando prejuízos à população, restrições ao crescimento econômico e impactos indesejáveis no emprego e na renda. Compreende ações de médio e longo prazos que deverão:

- expandir a oferta de energia;
- diversificar a matriz energética, de modo a reduzir a dependência do regime hidrológico; e
- fomentar pesquisas com vistas ao desenvolvimento de fontes alternativas de energia.

Decreto nº 3.818, da Presidência da República – dispôs sobre medidas emergenciais de redução do consumo de energia elétrica no âmbito da Administração Pública Federal. Nesse sentido, os Órgãos da Administração Pública Federal, direta, autárquica e fundacional deverão reduzir o consumo de energia elétrica, até março de 2002, tendo como referência o mesmo mês do ano anterior, em no mínimo:

- 15% no mês de maio de 2001;
- 25% no mês de junho de 2001; e
- 35% a partir de julho de 2001.

Além disso, estabeleceu que o percentual de redução do consumo de energia elétrica a que estarão sujeitas as empresas públicas e sociedades de economia mista será 10% superior ao fixado para as empresas privadas do mesmo setor.

Resolução nº 1, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – determinou que as concessionárias, permissionárias e autorizadas de serviços públicos de distribuição de energia elétrica, localizadas nas Regiões Sudeste, Centro-Oeste e Nordeste devem reduzir o fornecimento de energia elétrica às unidades consumidoras por elas atendidas, iniciando pelas medidas imediatas de racionamento.

A Resolução suspendeu os atendimentos a pedidos de aumento de carga, exceto aquelas já contratadas até a data dessa Resolução; o atendimento a pedidos provisórios, tais como festividades, circos, parques de diversão e similares; o fornecimento de eletricidade para realização de eventos esportivos noturnos; e o fornecimento de energia elétrica para fins ornamentais e de propaganda.

Adicionalmente, o fornecimento de eletricidade para o atendimento da carga de iluminação pública deverá ser reduzido em pelo menos trinta e cinco por cento, até 30 de junho de 2001, observando condições aceitáveis de segurança da população.

Resolução nº 2, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – criou o Comitê de Assessoramento Técnico-Tributário da GCE, com o objetivo de sugerir alterações de tributos e de tarifas sobre os bens e equipamentos que produzam ou consumam energia.

Resolução nº 3, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – criou o Comitê de Assessoramento Jurídico da GCE, com a finalidade de exercer as atividades de consultoria e de assessoramento jurídico à Câmara.

Editadas em 22 de maio de 2001

Medida Provisória nº 2.148-1, da Presidência da República – reeditou a Medida Provisória (MP) nº 2.147, definindo os regimes especiais de tarifação e os limites de uso e de fornecimento de energia elétrica.

Por essa Medida, o Programa Emergencial de Redução do Consumo de Energia Elétrica, as demais providências constantes ou autorizadas nesta MP e as decisões da GCE são consideradas situações de emergência.

Resolução nº 4, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – estabeleceu os regimes especiais de tarifação, os limites de uso e fornecimento de energia elétrica e as medidas de redução do consumo instituídos pela Medida Provisória nº 2.148-1.

Nesse sentido, os consumidores residenciais cuja média de consumo mensal seja inferior ou igual a 100 kwh deverão observar meta de consumo de energia elétrica correspondente a 100% da média do consumo mensal verificado nos meses de maio, junho e julho de 2000. Essa meta passa para 80%, nas mesmas bases de cálculo, para aqueles cuja média de consumo mensal seja superior 100 kwh, garantida, em qualquer caso, a meta mensal mínima de 100 kwh.

Na impossibilidade de caracterizar-se a efetiva média do consumo mensal referida neste artigo, fica a concessionária autorizada a utilizar qualquer período dentro dos últimos doze meses, observando, sempre que possível, uma média de até três meses.

Os consumidores que descumprirem a meta ficarão sujeitos a suspensão do fornecimento de energia elétrica, após quarenta e oito horas da entrega da conta que caracterizar esse descumprimento e contiver advertência expressa. Essa suspensão terá duração máxima de três dias, quando da primeira inobservância, e mínima de quatro dias e máxima de seis dias, em caso de reincidência.

Aplicam-se aos consumidores residenciais, a partir de 4 de junho de 2001, as seguintes tarifas:

- para a parcela do consumo mensal inferior ou igual a 200 kwh, a tarifa estabelecida em Resolução da Aneel;
- para a parcela superior a 200 kwh e inferior ou igual a 500kwh, a tarifa estabelecida em Resolução da Aneel acrescida de 50% do respectivo valor;
- para a parcela superior a 500 kwh, a tarifa estabelecida em Resolução da Aneel acrescida de 200% do respectivo valor.

Aos consumidores residenciais cujo consumo mensal seja inferior à respectiva meta conceder-se-á bônus individual. Além disso, os consumidores comerciais, industriais e do setor de serviços e outras atividades (residencial, residencial baixa renda, rural, cooperativa e eletrificação rural, serviço público de irrigação, iluminação pública) deverão observar metas de consumo de energia elétrica correspondentes a 80% da média do consumo mensal verificado nos meses de maio, junho e julho de 2000. Caso o consumo mensal seja inferior à meta fixada, o saldo em kwh, a critério do consumidor, será acumulado para

eventual uso futuro ou a distribuidora poderá adquirir a parcela inferior à meta, por meio de mecanismos de leilões na forma a ser regulamentada pela GCE. Por outro lado, se o consumo mensal superar a meta fixada, a parcela do consumo mensal excedente poderá ser adquirida junto às concessionárias distribuidoras ao preço praticado no Mercado Atacadista de Energia Elétrica (MAE) ou compensada com eventual saldo acumulado.

Os consumidores que descumprirem a respectiva meta fixada ficarão sujeitos a suspensão (um dia para cada 3% de ultrapassagem da meta) do fornecimento de energia elétrica, caso inviabilizada a compensação prevista anteriormente.

Os consumidores comerciais, industriais e do setor de serviços e outras atividades (escala de demanda por faixa de tensão) deverão observar metas de consumo de energia elétrica correspondentes a percentuais compreendidos entre 75% e 85% da média do consumo mensal verificado nos meses de maio, junho e julho de 2000, na forma de regulamentação a ser baixada pela GCE. Para os consumidores rurais a meta corresponde a 90% da média do consumo verificado no mesmo período. Em caso de descumprimento das metas, os consumidores ficarão sujeitos a suspensão do fornecimento de energia elétrica e será aplicado o critério de um dia para cada 6% de ultrapassagem da meta.

Decreto nº 3.820, da Presidência da República – estabeleceu que, em decorrência da crise de energia elétrica, os Ministros de Estado ficaram autorizados a reduzir, até 31 de maio de 2001, para até seis horas diárias, o horário de expediente nos Ministérios e nos órgãos sob sua supervisão.

Decreto de 22 de maio de 2001, da Presidência da República – criou a Comissão de Análise do Sistema Hidrotérmico de Energia Elétrica, com o objetivo de avaliar a política de produção energética, bem como identificar as causas estruturais e conjunturais de desequilíbrio entre a demanda e a oferta de energia.

Resolução nº 5, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – dispôs sobre diretrizes para atendimento a casos de ligações

residenciais e de consumidores residenciais sujeitos a situações excepcionais. Nos casos de ligações residenciais feitas após o período de maio, junho e julho de 2000, por força de mudança de endereço, ou no caso de novas ligações, o cálculo das metas de consumo utilizará um dos critérios abaixo, na seguinte ordem de prioridade:

- qualquer período em que tenha havido consumo regular dentro dos últimos doze meses, observando, sempre que possível, uma média de três meses;
- a média de consumo do interessado no endereço antigo, se for possível verificar;
- consumo médio correspondente à classe residencial e ao tipo de ligação; ou
- a média de consumo de residência similar.

A concessionária poderá retirar do cálculo da média de consumo o período com consumo atípico decorrente de férias ou viagens; dados incorretos devidos a erros de leitura, defeitos de medidores, fraude ou desvio de energia.

Resolução nº 6, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – dispôs sobre diretrizes para atendimento a novas cargas e ligações provisórias de consumidores rural, comerciais industriais. Nesse sentido, as concessionárias distribuidoras deverão observar para o atendimento de novas cargas e ligações provisórias meios eficientes de utilização de energia elétrica, que não pode ser destinada à iluminação ornamental e de propaganda.

As ligações para novas cargas rurais serão realizadas atribuindo-se meta de consumo equivalente a 90% do consumo de referência.

As ligações para novas cargas industriais, de até 500 kva, inclusive para construção civil, serão realizadas atribuindo-se meta equivalente a 80% do consumo de referência. Cargas adicionais acima do limite estabelecido poderão ser adquiridos no Mercado Atacadista de Energia Elétrica (MAE).

Resolução nº 7, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – criou o Grupo de Preparação do Programa de Corte de Carga da GCE.

Resolução nº 8, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – especificou diretrizes para os regimes especiais de tarifação, limites de uso e fornecimento de energia elétrica e fixação de metas de consumo. Assim, a meta mensal de consumo de energia elétrica para consumidores industriais e comerciais, serviços e outras atividades deve corresponder, observando a média de consumo mensal verificado nos meses de maio, junho e julho de 2000 a:

- 85% da média para os consumidores que exerçam atividades de fabricação de equipamentos para produção e eficientização do uso de energia elétrica, produção de alimentos, bebidas, têxtil, couro, calçados, automóveis e autopeças;
- 80% da média para os consumidores que exerçam atividades de petroquímica, outros químicos, mineração e pelletização, siderurgia integrada, celulose, madeira e móveis; e
- 75% da média para os consumidores que exerçam atividades de metalurgia, siderurgia não integrada, alumínio, gás industrial, soda, cloro, papel, ferro-liga e cimento.

No caso de unidades consumidoras integrantes da Administração Pública Federal, direta, autárquica e fundacional, tendo como referência o mesmo mês do ano anterior deverá ocorrer redução de 15% em maio, 25% em junho de 2001 e de 35% no mês de julho de 2001.

Para as unidades consumidoras integrantes dos órgãos públicos Estaduais, Distritais e Municipais, tendo como referência o mesmo mês do ano anterior, as metas correspondem a reduções de 25% em junho e de 35% em julho de 2001.

Para as unidades hospitalares e os consumidores classificados como Serviço Público, independente da esfera administrativa a que pertençam, inclusive privados, será observada a meta de fornecimento de energia elétrica correspondente a 90% da média de consumo mensal verificado nos meses de maio, junho e julho de 2000.

Editadas em 28 de maio de 2001

Resolução nº 9, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – criou o Comitê de Acompanhamento e Controle do Programa Emergencial de Redução do Consumo de Energia Elétrica.

Editadas em 29 de maio de 2001

Resolução nº 10, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – criou o Comitê Técnico do Mercado Atacadista de Energia Elétrica, com a finalidade de analisar e revisar regras de funcionamento do Mercado Atacadista de Energia Elétrica.

Resolução nº 11, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – criou o Comitê Técnico do Meio Ambiente, com a finalidade de analisar e revisar procedimentos para licenciamento ambiental de empreendimentos que resultem no aumento da oferta de energia.

Editadas em 31 de maio de 2001

Decreto nº 3.827, da Presidência da República – reduziu, até 31 de dezembro de 2001, a alíquota do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre os produtos destinados à redução do consumo de energia elétrica.

Editadas em 1 de junho de 2001

Medida Provisória nº 2.152-2, da Presidência da República – reeditou a Medida Provisória nº 2.148-1, com as seguintes alterações:

- os consumidores só ficarão sujeitos a suspensão de fornecimento da energia elétrica após a segunda inobservância da meta. Quando da primeira, será o consumidor advertido por escrito; e
- não se aplicarão aos consumidores que observarem as respectivas metas de consumo os percentuais de aumento das tarifas definidos na Medida Provisória nº 2.148-7.

Resolução nº 12, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – estabeleceu diretrizes para o cálculo do preço do Mercado Atacadista de Energia Elétrica (MAE) durante o período de racionamento. O preço da energia elétrica praticado no MAE entre os Agentes participantes dos submercados afetados pelas medidas de racionamento deverá ser igual ao custo do déficit de energia elétrica atualmente em vigor.

Resolução nº 13, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – estabeleceu diretrizes para comercialização dos excedentes em relação às metas do Programa Emergencial de Redução do Consumo de Energia Elétrica.

Para os consumidores comerciais, industriais e do setor de serviços, enquadrados no grupo de baixa tensão (consumo inferior a 2,3 kv), as metas de consumo poderão ser compensadas entre consumidores qualificados como empresas de um mesmo grupo econômico ou vinculadas a um mesmo processo produtivo, mediante transações bilaterais (fora do âmbito do Mercado Atacadista de Energia Elétrica – MAE), observando-se o limite de 80% do consumo de energia elétrica do conjunto das empresas.

Para os consumidores comerciais, industriais e do setor de serviços, enquadrados no grupo de alta potência, as metas de consumo poderão ser compensadas entre consumidores, mediante transações bilaterais, observando-se os limites individuais do consumo de energia elétrica definidos na Resolução nº 8, da GCE.

No caso de consumidores cuja demanda contratada seja superior a 2,5 mw (grandes consumidores), as metas de consumo poderão ser ajustadas pela soma, mediante compra, ou subtração, mediante venda, de Certificados (documento emitido pelas concessionárias de energia elétrica atestando o valor, em kwh, equivalente à expectativa de consumo ou ao consumo verificado em nível inferior à meta do respectivo mês).

No caso de consumidores cujo consumo mensal seja inferior à meta fixada para determinado mês, esta diferença será adicionada à meta do mês seguinte. Caso o consumo mensal seja superior à meta, a parcela excedente será faturada pelas concessionárias distribuidoras ao preço do MAE.

Os consumidores poderão participar dos leilões do MAE diretamente ou por meio de corretores.

Editadas em 6 de junho de 2001

Resolução nº 14, da Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE) – criou o Comitê Técnico de Aumento da Oferta de

Energia a Curto Prazo, com a finalidade de analisar propostas e medidas para viabilizar o aumento da geração e da oferta de energia de qualquer fonte a curto prazo.

Medidas relacionadas ao sistema financeiro e ao mercado de crédito

Circular nº 3.029, de 22.3.2001 – dispensou, no âmbito do Programa Nacional de Desburocratização, a grafia por extenso do valor correspondente aos centavos na emissão de cheques, desde que o valor integral seja especificado em algarismo no campo próprio da folha de cheque e seja utilizada a expressão “e centavos acima”, grafada pelo emitente ou impressa no final do espaço destinado a grafia por extenso de seu valor.

Resolução nº 2.826, de 30.3.2001 – manteve a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) do primeiro trimestre de 2001, em 9,25 % a.a., a vigorar no segundo trimestre de 2001, tendo em vista a meta de inflação *pro-rata* para os próximos 12 meses, equivalente a 3,875% a.a., acrescida de prêmio de risco de 5,375 % a.a.

Resolução nº 2.827, de 30.3.2001 – consolidou e redefiniu as regras para contingenciamento do crédito das instituições financeiras ao setor público, destacando-se as seguintes medidas:

- a) para os limites das operações de crédito de cada instituição financeira e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil com órgãos e entidades do setor público, substituiu a base de cálculo Patrimônio Líquido Ajustado (PLA) pelo Patrimônio de Referência (PR), mantendo a alíquota de 45 % a ser aplicada sobre este, conforme disposto na Resolução nº 2.802, de 18.1.2001;
- b) o limite dado na alínea anterior deve ser apurado de forma conjunta para as instituições financeiras sujeitas à elaboração das demonstrações financeiras de forma consolidada;
- c) as instituições podem solicitar destaque de parcela do PR exclusivamente para empréstimo ao setor público, que será deduzida do mesmo para efeito do cálculo de todos os limites operacionais, inclusive daqueles mencionados na alínea “a”;

- d) nas operações de crédito do sistema financeiro ao setor público, foi expressamente excluída a aquisição definitiva de ações de sociedade de economia mista; e
- e) para as operações de compra de títulos e valores mobiliários de emissão de empresa estatal não dependente, ficou dispensada a análise do controlador nessas operações, desde que as emissões primárias tenham obedecido às normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliário (CVM).

Resolução nº 2.828, de 30.3.2001 – dispôs, com o intuito de caracterizar as agências de fomento como instituições financeiras, conforme o disposto no artigo 1º da Medida Provisória nº 2.139-64, de 27.3.2001, sobre a constituição e o funcionamento dessas instituições, da qual se destacam as seguintes medidas:

- a) estabeleceu novos percentuais para o fator “F” aplicável ao ativo ponderado pelo risco (Apr), com vistas ao cálculo do Patrimônio Líquido Exigido (PLE), conforme os seguintes valores: I - a partir da data de 30 de março de 2001, 0,20; II - a partir de 1º de abril de 2002, 0,25; III - a partir de janeiro de 2003, 0,30;
- b) dispôs sobre a constituição e manutenção de fundo de liquidez correspondente a 10% de suas obrigações, integralmente aplicado em títulos públicos federais; e
- c) as agências de fomento passaram a estar sujeitas às mesmas condições e limites operacionais estabelecidos para o funcionamento de instituições financeiras.

Resolução nº 2.829, de 30.3.2001 – definiu diretrizes a serem adotadas pelas entidades fechadas de previdência privada na aplicação dos seus recursos, estabelecendo a obrigatoriedade de controle dos recursos aplicados de forma segmentada em renda fixa, renda variável, imóveis e empréstimos e financiamentos; restrição da permissão para a contratação de operações em mercados de derivativos somente para diminuição do risco a que estão expostas as carteiras integrantes desses segmentos; obrigatoriedade de manutenção de sistema de controle e de avaliação de riscos inerentes à aplicação dos recursos, com exigência de cálculo de VaR para os segmentos de renda fixa e de renda variável e, ainda, a proibição de aplicação de recursos em fundos de investimento, cuja atuação no mercado de derivativos gere alavancagem superior a uma vez o respectivo patrimônio líquido. Essa norma revogou a Resolução

nº 2.720, de 24.4.2000, fixando como prazo final para adequação às novas regras a data de 31.12.2001.

Circular nº 3.030, de 12.4.2001 – aprimorou, com a finalidade de facilitar o atendimento do Banco Central, especialmente das solicitações de informações do legislativo federal e do Poder Judiciário, os procedimentos para o registro de operações de depósitos em cheque e de liquidação de cheques depositados em outra instituição financeira, bem como de emissões de instrumentos de transferência de recursos. Essas operações devem ser mantidas em arquivos físicos e eletrônicos à disposição do Banco Central pelo prazo mínimo de cinco anos. Para os depósitos em cheque, estabeleceu o mínimo de dados que devem ser registrados pelas instituições depositária e sacada, mesmo que essas se confundam na mesma pessoa jurídica. Determinou, também, o mínimo de dados que as instituições financeiras devem manter em registro para emissões de cheque administrativo, cheque ordem de pagamento, ordem de pagamento, documento de crédito (DOC) e outros instrumentos de transferência de recursos de valor igual ou superior a R\$ 1.000,00.

Resolução nº 2.830, de 25.4.2001 – incluiu, com o objetivo de ampliar a oferta dos serviços realizados pelas instituições financeiras na função de agente fiduciário em operações de crédito imobiliário com garantia hipotecária, as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Estabeleceu que o grupo de instituições autorizadas a realizar essa função não necessita do prévio credenciamento no Banco Central.

Circular nº 3.031, de 10.5.2001 – alterou o fator de ponderação de risco de ativos, constante do Anexo IV da Resolução nº 2.099, de 17.8.1994, conforme o Acordo da Basileia, para as seguintes operações ativas: de responsabilidade ou com garantias de governos de estados, municípios e Distrito Federal, de 50% para 100%; e de responsabilidade ou com garantias de outras instituições financeiras ou outras autorizadas pelo Banco Central, de 100% para 50%.

Circular nº 3.032, de 10.5.2001 – estabeleceu, no âmbito do Projeto de Reestruturação do Sistema de Pagamentos Brasileiro, que, a partir de 2 de janeiro de 2002, a conta Reservas Bancárias, 6.115.10.10-9, não poderá apresentar saldo negativo em qualquer momento do dia, e

definiu cronograma para migração do atual sistema de comunicação das instituições financeiras com o Banco Central do Brasil, relativo às informações de movimentações financeiras a serem realizadas na conta Reservas Bancárias.

Circular nº 3.033, de 10.5.2001 – prorrogou o prazo de entrega, pelas instituições financeiras, de 15 de maio de 2001 para 29 de junho de 2001, do documento Informações Financeiras Trimestrais (IFT), de que trata a Circular nº 2.990, de 28.6.2000.

Circular nº 3.034, de 10.5.2001 – estabeleceu, com a finalidade de acompanhar a evolução e a estrutura dos ativos e passivos internacionais dos bancos que operam no Brasil e de suas dependências no exterior, aos bancos múltiplos com carteira comercial, aos bancos comerciais e à Caixa Econômica Federal (CEF) a remessa ao Banco Central do Brasil do documento Estatísticas Bancárias Internacionais (EBI). Tal documento deve ser elaborado e remetido ao final de cada trimestre civil, a partir da data-base de 30 de junho de 2001.

Circular nº 3.036, de 16.5.2001 – revogou, com objetivo de fortalecer e dar maior flexibilidade ao mercado de *leasing*, o parâmetro para fixação do valor das contraprestações nas operações de arrendamento mercantil financeiro. Esse parâmetro determinava que a relação entre o somatório das contraprestações pagas e o valor total das contraprestações não poderia ser superior a razão entre o tempo decorrido e o prazo total da operação.

Resolução nº 2.835, de 30.5.2001 – estabeleceu que as instituições financeiras devem fornecer a seus clientes as informações cadastrais, quando por esses solicitadas, no prazo máximo de 15 dias, compreendendo o histórico da totalidade das operações contratadas e registradas até o dia útil anterior à solicitação. Essa medida revogou a Resolução nº 2.808, de 21.12.2000, mantendo, no entanto, a obrigatoriedade de fornecimento a seus clientes informações sobre os encargos e demais despesas cobradas nas operações de cheque especial.

Resolução nº 2.836, de 30.5.2001 – autorizou, com o intuito de agilizar os processos de cessão de crédito, as instituições financeiras e as sociedades de arrendamento mercantil a ceder créditos oriundos de

operações de empréstimo, financiamento e arrendamento mercantil para pessoas não integrantes do Sistema Financeiro Nacional, não sendo necessária a prévia anuência do Banco Central, excetuando-se as pessoas físicas e jurídicas controladoras, coligadas ou controladas. Foram revogadas a Resolução nº 2.561, de 5.11.1998 e a Circular nº 2.772, de 6.8.1997.

Resolução nº 2.837, de 30.5.2001 – redefiniu o Patrimônio de Referência (PR) das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. As modificações inseridas estão relacionadas aos requisitos necessários para determinação do nível II do PR:

- a) quanto às dívidas subordinadas, permitiu-se a postergação do pagamento de encargos enquanto não estiverem sendo distribuídos dividendos às ações ordinárias referentes ao mesmo período de tempo, bem como a inclusão de cláusula estabelecendo que o resgate depende de prévia autorização do Banco Central do Brasil; e
- b) quanto aos instrumentos híbridos de capital e dívida, devem ter seu pagamento subordinado ao pagamento dos demais passivos da instituição emissora, na hipótese de dissolução e não de liquidação, a qual estava prevista na Resolução nº 2.802, de 21.12.2000.

Resolução nº 2.838, de 30.5.2001 – regulamentou as atividades do agente autônomo de investimento, que tenham por escopo principal a venda de títulos e valores mobiliários, compreendidas como tais a distribuição e mediação de valores mobiliários, quotas de fundos de investimento e derivativos, sempre sob responsabilidade e como preposto das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Medidas de política fiscal

Lei Complementar nº 108, de 29.5.2001 – disciplinou a relação entre a União, Estados, Municípios e Distrito Federal, e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar. A lei determina que:

- os planos de benefícios de prestação programada (exceto benefícios de risco e pensão por morte) terão carência mínima de 60 contribuições mensais;

- vínculo com o patrocinador será cessado;
- os reajustes dos benefícios serão efetuados segundo critérios estabelecidos nos regulamentos dos planos;
- a contribuição do patrocinador não excederá à do participante;
- a revisão dos planos, com vistas ao ajuste atuarial, ocorrerá a cada dois anos; e
- as empresas não poderão repassar aos benefícios ganhos de produtividade, abonos e vantagens de qualquer natureza.

Lei Complementar nº 109, de 29.5.2001 – dispôs sobre o regime de previdência privada, de caráter complementar. A lei contempla as seguintes inovações:

- criação da figura do instituidor, permitindo que entidades de classe, sindicatos e conselhos profissionais, possam formar fundos de pensão para seus associados;
- portabilidade, ou seja, a soma das contribuições poderá transitar entre os diversos fundos, a cada mudança de vínculo empregatício;
- os valores recolhidos para o fundo continuarão sendo capitalizados, mesmo após a perda do vínculo empregatício; e
- regulamentação da contribuição definida e do benefício definido.

Lei nº 10.219, de 11.4.2001 – criou o Programa Nacional de Renda Mínima vinculado à educação – “Bolsa Escola”, o qual constitui o instrumento de participação financeira da União em programas municipais de garantia de renda mínima vinculados a ações socioeducativas. A participação da União compreenderá o pagamento, diretamente à família beneficiária, do valor mensal de R\$ 15,00 por criança, até o limite de três crianças por família.

Decreto nº 3.769, de 8.3.2001 – estabeleceu as diretrizes para a execução de projetos voltados para a área social e criou o Comitê de Gestão e Acompanhamento do Projeto Alvorada. Os projetos encontram-se em fase de implantação nos estados, microrregiões e municípios com baixo índice de desenvolvimento urbano.

Decreto nº 3.823, de 28.5.2001 – aprovou o Regulamento do Programa Nacional de Renda Mínima vinculado à educação – “Bolsa Escola”, criado pela Lei nº 10.219, de 11.4.2001. O Decreto fixou em

R\$ 90,00 o valor máximo da renda familiar *per capita* para fins de participação financeira da União em programas de renda mínima; estabeleceu os requisitos e as prioridades para a adesão dos municípios a esses programas e definiu suas normas de organização, funcionamento, acompanhamento e avaliação.

Medidas relacionadas ao setor externo

Resolução Camex nº 4, de 22.3.2001 (Ex-tarifários) – alterou, para 4%, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os Bens de Informática e Telecomunicações (BIT) que especifica.

Resolução Camex nº 5, de 22.3.2001 (Ex-tarifários) – alterou, para 4%, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os Bens de Capital (BK) que especifica, com vigência de dois anos, bem como a especificação dos BK que menciona da Portaria do Ministério da Fazenda (MF) nº 465, de 26.12.2000. Excluiu da Portaria MF nº 202, de 12.8.1998, e da Portaria MF nº 3, de 12.1.2000, respectivamente, os “Ex” 001 e 003 da Nomenclatura Comum do Mercosul (NCM) 8446.30.10 (tear a jato).

Resolução Camex nº 6, de 22.3.2001 (Ex-tarifários) – alterou, para 4%, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os componentes dos Sistemas Integrados especificados.

Portaria ANP nº 63, de 18.4.2001 – regulamentou a atividade de exportação de gasolina, que fica sujeita à prévia e expressa autorização da Agência Nacional do Petróleo (ANP) e ao cadastramento da empresa ou consórcio de empresas junto à Agência.

Decreto nº 3.800, de 20.4.2001 (Lei de Informática) – regulamentou os artigos 4º, 9º e 11 da Lei nº 8.248, de 23.10.1991, e os artigos 8º e 11 da Lei nº 10.176, de 11.1.2001, que tratam do benefício fiscal concedido às empresas de desenvolvimento ou produção de bens e serviços de informática e automação, que investirem em atividades de pesquisa e desenvolvimento em tecnologia da informação, e dá outras providências.

Decreto nº 3.801, de 20.4.2001 (Lei de Informática) – regulamentou o parágrafo 1º do artigo 4º e o parágrafo 2º do artigo 16-A da Lei nº 8.248, de 23.10.1991, com a redação dada pela Lei nº 10.176, de 11.1.2001.

Decreto nº 3.808, de 30.4.2001 (Acordo Brasil-México) – dispôs sobre a execução do Oitavo Protocolo Adicional ao Acordo de Alcance Parcial de Renegociação nº 9, entre os Governos da República Federativa do Brasil e dos Estados Unidos Mexicanos, de 13.3.2001.

Portaria Interministerial MAA/MDIC nº 218, de 4.5.2001 – alterou a Portaria Interministerial MAA/MDIC nº 197/2000. A retenção passou a ser comprovada pela existência, em poder do Governo Federal, de Certificados de Retenção ou Termos de Anuência de Produtor. Os exportadores ficaram dispensados de apresentar o Certificado de Registro de Retenção, provando que recolheram aos armazéns oficiais 20% do volume exportado. A partir daquela data, os recursos foram deslocados para que os próprios produtores façam a retenção.

Decisão Mercosul/II CMC Extraordinária nº 1, de 7.5.2001 – facultou à Argentina a aplicação, em caráter excepcional e temporário, até 31.12.2002, às importações originárias de países não-membros do Mercosul, as alíquotas do Imposto de Importação especificadas nas Resoluções nº 8/2001 e nº 27/2001 do Ministério da Economia da República Argentina.

Resolução Camex nº 13, de 10.5.2001 (Ex-tarifários) – alterou, para 4%, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os componentes dos Sistemas Integrados que especifica.

Resolução Camex nº 14, de 10.5.2001 (Ex-tarifários) – alterou, para 4%, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os Bens de Capital e Bens de Informática e Telecomunicações que especifica.

Medida Provisória nº 2.152-2, de 1.6.2001 – criou e instalou a Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica, do Conselho de Governo. Estabelece diretrizes para programas de enfrentamento da crise de energia elétrica e dá outras providências.

Resolução Camex nº 18, de 12.6.2001 (Ex-tarifários) – alterou, para zero por cento, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os equipamentos destinados à produção de energia que especifica.

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

Daniel Luiz Gleizer
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

Daniel Luiz Gleizer
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)

Luis Gustavo da Matta Machado
Chefe do Departamento de Operações Bancárias (Deban)

Sérgio Goldenstein
Chefe do Departamento de Operações de Mercado Aberto (Demab)

José Pedro R. Fachada Martins da Silva
Consultor da Diretoria