

# Relatório de Inflação

ISSN 1517-6576  
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 3	n. 4	dez	2001	P. 1 - 184
-----------------------	----------	------	------	-----	------	------------

# Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto, 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](mailto:depec@bcb.gov.br))

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

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, Volume 3, nº 4.

## 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](mailto:cap.secre@bcb.gov.br)

# Índice

Apresentação .....	5
Sumário Executivo .....	7
<b>1 - Nível de atividade .....</b>	<b>9</b>
1.1 - Demanda agregada .....	9
1.1.1 - Consumo .....	9
1.1.2 - Investimento .....	12
1.1.3 - Demanda interna .....	16
1.1.4 - Conclusão .....	18
1.2 - Oferta agregada .....	19
1.2.1 - Agropecuária .....	19
Lavouras .....	19
Pecuária .....	20
1.2.2 - Indústria .....	21
Produção industrial .....	21
1.2.3 - Produto Interno Bruto (PIB) .....	26
1.2.4 - Conclusão .....	28
1.3 - Mercado de trabalho .....	29
1.3.1 - Emprego .....	29
1.3.2 - Salários e rendimentos .....	32
1.3.3 - Custo unitário do trabalho e produtividade na indústria de transformação .....	33
1.3.4 - Conclusão .....	34
<b>2 - Políticas creditícia, monetária e fiscal .....</b>	<b>37</b>
2.1 - Crédito .....	37
Distribuição setorial e qualidade do crédito .....	43
2.2 - Política monetária .....	46
Agregados monetários .....	46
Títulos públicos federais .....	48
Taxa de juros real e expectativas de mercado .....	50
Mercado de capitais .....	52
Aplicações financeiras .....	53
2.3 - Resultado fiscal do Governo Central .....	54
Necessidade de financiamento do setor público .....	55
Dívida líquida do setor público e dívida bruta de governos .....	62
Dívida mobiliária federal .....	64
2.4 - Conclusão .....	64

<b>3 - Economia internacional .....</b>	<b>67</b>
3.1 - Estados Unidos .....	68
3.2 - Japão .....	72
3.3 - Área do Euro .....	74
3.4 - Economias emergentes .....	78
3.4.1 - Economias asiáticas .....	78
China .....	78
Coréia do Sul .....	79
3.4.2 - Turquia .....	80
3.4.3 - América Latina .....	82
Argentina .....	82
México .....	86
Chile .....	88
3.5 - Petróleo .....	89
3.6 - Conclusão .....	90
<b>4 - Setor externo .....</b>	<b>93</b>
4.1 - Comércio de bens .....	93
4.2 - Serviços e rendas .....	99
4.3 - Conta financeira .....	100
4.4 - Conclusão .....	107
<b>5 - Preços .....</b>	<b>109</b>
5.1 - Índices gerais .....	109
5.2 - Índices de preços ao consumidor .....	110
Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) .....	110
Índice de Preços ao Consumidor - Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (IPC-Fipe) .....	111
5.3 - Preços administrados .....	111
5.4 - Expectativas de mercado .....	112
5.5 - Conclusão .....	113
<b>6 - Perspectivas para a inflação .....</b>	<b>115</b>
6.1 - Determinantes da inflação .....	116
Demanda agregada e oferta agregada .....	116
6.2 - Cenário principal: pressupostos e riscos associados .....	120
6.3 - Previsão da inflação .....	123
<b>Anexos .....</b>	<b>133</b>
<b>Medidas de política econômica .....</b>	<b>167</b>
<b>Apêndice .....</b>	<b>177</b>

# Apresentação

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

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

## Sumário executivo

O cenário econômico apresentou melhoras nos últimos dois meses. Em resposta à evolução positiva das contas externas e à percepção do descolamento do prêmio de risco Brasil em relação ao da Argentina, a taxa de câmbio experimentou rápida apreciação. As projeções para o reajuste dos preços administrados em 2002 foram revistas para baixo em razão de menores reajustes da energia elétrica, da liberação do mercado de derivados de petróleo e das mudanças na tributação do setor que deve implicar em reduções de preço. A inclinação projetada da curva de juros reduziu-se com impacto positivo em termos de crescimento da economia.

O desempenho do PIB no terceiro trimestre evidencia desaceleração e acomodação do nível de atividade em patamar mais reduzido. Indicadores setoriais apontam possivelmente para uma suave recuperação. Os efeitos negativos do cenário internacional desfavorável, da depreciação cambial e da crise de energia foram, em parte, compensados pelos bons resultados da safra agrícola e das exportações em alguns setores. O bom desempenho da agricultura mais que compensou o crescimento negativo da indústria. Os investimentos continuaram elevados, o que aponta para um aumento da capacidade de produção futura da economia.

Apesar dos choques que atingiram a economia ao longo de 2001, o PIB deve crescer cerca de 2,0%. Em 2002, o crescimento esperado é ligeiramente maior, da ordem de 2,5%, devido sobretudo ao abrandamento da crise de energia e à recuperação da economia mundial a partir do segundo semestre. Além disso, a continuidade do ajuste fiscal permitirá acelerar a trajetória de queda da razão dívida/PIB, contribuindo para o crescimento econômico com estabilidade.

O desempenho das exportações, notadamente as de *commodities*, como soja, carnes e açúcar, foi expressivo e as importações declinaram desde o

início do segundo semestre, fatores esses que devem contribuir para um saldo comercial superior a US\$2 bilhões em 2001.

A redução dos ingressos referentes às principais fontes de financiamento do balanço de pagamentos respondeu a um cenário de incertezas delineado a partir dos eventos de setembro nos Estados Unidos. Recentemente, no entanto, observou-se a retomada dos fluxos de capitais, principalmente sob a forma de investimento estrangeiro direto e de desembolsos maiores que as amortizações. Para 2002, espera-se melhora no resultado das transações correntes e condições mais favoráveis de financiamento do Balanço de Pagamentos.

A evolução dos índices de preços nos últimos meses refletiu, principalmente, o desempenho dos preços livres, influenciado pelo repasse cambial e pela recomposição de margens. Para os próximos meses, delineiam-se expectativas favoráveis. Em 2001, a inflação medida pelo IPCA deve atingir 7,4%, situando-se acima do intervalo de tolerância admitido para esse ano. Para 2002, os efeitos, via inércia, da inflação elevada do quarto trimestre de 2001, o reajuste de 5,2% (contribuição de 1,6 p.p.) para o conjunto de preços administrados e a possibilidade de descompressão de margens de lucro fazem com que as projeções associadas às hipóteses do cenário básico apontam para uma inflação de 3,7%. Para 2003, a inflação projetada, a partir da hipótese da manutenção da taxa de juros constante em 19% a.a. é de 2,5%, sendo a inflação de preços administrados da ordem de 3,1%.

As expectativas de inflação para 2002 vêm se reduzindo nas últimas semanas para um nível abaixo de 5,0%. Parte significativa da diferença entre as projeções do mercado e do Copom é explicada pela trajetória de câmbio mais depreciada utilizada pelo mercado.

Mantém-se a interpretação do último *Relatório*, de que, frente aos choques enfrentados pela economia brasileira ao longo de 2001, a evolução desfavorável da inflação neste ano e a projeção ligeiramente acima da meta para 2002 são plenamente justificáveis e compatíveis com o compromisso de manutenção da estabilidade de preços pelo Banco Central. A política monetária está sendo eficaz em controlar as pressões de demanda sobre a inflação e a propagação dos choques de oferta para os demais preços da economia.

# 1 – Nível de atividade

A perda de dinamismo da economia brasileira, detectada há alguns meses, deu lugar a sinais de acomodação e possível reversão dessa tendência, conforme sinalizado por alguns indicadores divulgados nos últimos meses. Nesse sentido, o comportamento do Produto Interno Bruto (PIB), no terceiro trimestre do ano, mostrou estabilidade ante o trimestre anterior, quando descontadas as influências sazonais. Esse comportamento demonstra superação de boa parte dos efeitos negativos relacionados às restrições no fornecimento de energia elétrica, melhor convivência com o estado crítico ainda apresentado pela economia da Argentina e diluição dos impactos da deterioração do cenário externo. Adicionalmente, indica manutenção do dinamismo da atividade interna, que se sobrepôs à desaceleração da economia mundial, respaldado por elevação da renda agrícola e massa de rendimentos ainda em expansão, processo associado, fundamentalmente, ao crescimento do emprego formal.

## 1.1 – Demanda agregada

### 1.1.1 – Consumo

O recuo das vendas do comércio varejista, que prevalecera até o início do segundo semestre, refletindo o comportamento das taxas de juros e de câmbio, bem como a deterioração das expectativas, foi substituído, em agosto e setembro, por movimento de acomodação em patamar relativamente mais baixo ante o observado em 2000. Com os resultados de outubro, terceiro mês consecutivo de elevação do faturamento real do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo, é mais nítido o movimento de retomada da demanda por consumo.

**Faturamento real do comércio varejista na RMSP**

Discriminação	Variação percentual				
	2001				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov*
<b>Mês<sup>1/</sup></b>					
Geral	-2,9	0,7	0,4	2,9	1,8
Bens de consumo	0,5	-1,3	2,2	0,5	3,7
Duráveis	1,7	-1,4	2,1	1,8	4,6
Semiduráveis	-4,0	-9,2	-4,1	-5,0	-1,7
Não-duráveis	1,9	-1,3	3,7	-1,0	3,1
Comércio automotivo	-10,3	-7,8	6,3	8,5	-1,1
Material de construção	-5,3	1,8	-6,2	0,2	-7,6
<b>No ano</b>					
Geral	-1,8	-3,3	-4,3	-4,7	-4,8
Bens de consumo	-1,1	-2,4	-3,3	-3,7	-3,8
Duráveis	-2,1	-3,8	-5,0	-5,5	-5,9
Semiduráveis	-20,2	-20,1	-20,7	-20,8	-21,3
Não-duráveis	3,6	2,4	1,7	1,3	1,3
Comércio automotivo	-12,0	-14,7	-16,0	-16,1	-16,2
Material de construção	7,8	6,4	4,1	3,3	1,0

Fonte: FCESP

1/ Dessazonalizado.

\*Preliminar.

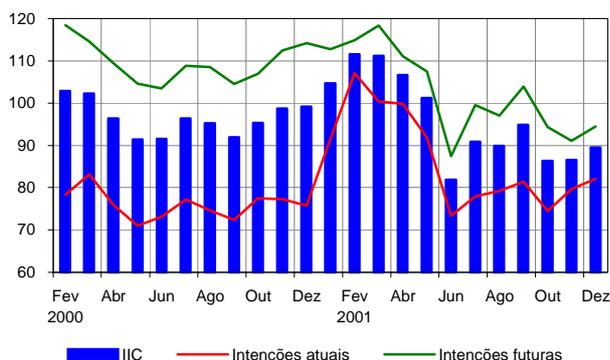
Assim, segundo a Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP), em agosto e setembro, o faturamento do setor apresentou crescimentos mensais respectivos de 0,7% e de 0,4%, dados dessazonalizados, devidos, no primeiro mês, às vendas de material de construção e, no segundo, à recuperação registrada por bens de consumo duráveis e não-duráveis, e pelo comércio automotivo. Em outubro, o crescimento do faturamento do setor foi mais expressivo, de 2,9%, com expansão, pelo segundo mês, nas vendas das concessionárias de veículos, 11,4%, secundadas por aumento nas vendas reais de bens de consumo, novamente destacando-se os duráveis, e em especial, lojas de departamentos, 0,72%, e utilidades domésticas, 1,22%. Observe-se que a queda dos estoques nas concessionárias decorreu, principalmente, da concessão de condições especiais de financiamento, enquanto

o desempenho de bens duráveis pode ser explicado pela retomada das compras, uma vez absorvidos os efeitos da restrição ao fornecimento de energia elétrica.

Resultados preliminares para novembro confirmaram tendência de recuperação do consumo. O faturamento real elevou-se 1,77%, dados dessazonalizados, refletindo maiores vendas de bens de consumo, principalmente de duráveis e não-duráveis, haja vista a queda apresentada pelas vendas de bens semiduráveis. O comércio automotivo mostrou recuo no mês, após crescimentos acentuados em setembro e outubro. Comparação da média do trimestre setembro a novembro com a do trimestre anterior evidenciou crescimento de 2,41%, desconsiderando movimentos sazonais. Portanto, com os resultados de novembro, foi confirmada recuperação do setor, que, entretanto, não impedirá que, em 2001, haja queda do faturamento relativamente ao ano anterior. Apenas as vendas de bens não-duráveis de consumo e de material de construção superaram as do ano 2000, movimento explicado, fundamentalmente, pela expansão do emprego formal, com efeitos favoráveis sobre a evolução da massa de salários no ano.

Indicador do volume de vendas, construído pelo IBGE, com abrangência nacional, evidenciou declínio de 1,1% até outubro, comparativamente a igual período de 2000. As principais quedas ocorreram nos itens “demais artigos de uso pessoal e doméstico”, 6,3%, e combustíveis e lubrificantes, 3,4%. Essas quedas foram, em parte, amenizadas pela elevação das vendas em hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 1,8%, e tecidos, vestuário e calçados, 1,8%.

Índice de Intenções do Consumidor (IIC)



O comportamento do Índice de Intenções do Consumidor (IIC), apurado pela FCESP, traduziu adequadamente a evolução do consumo ao longo de 2001. Assim, o declínio gradativo de março a maio foi substituído por queda acentuada em junho, reflexo do anúncio das medidas tomadas para fazer frente à crise de energia. O novo patamar foi mantido até setembro, mês em que houve recuperação, logo abalada pelos acontecimentos internacionais daquele mês, cujo efeito foi captado em outubro. Em novembro, o índice apresentou pequena elevação ante o mês anterior, refletindo recuperação das intenções atuais de consumo, que apresentaram crescimento de 6,7%, contrabalançado por queda de 3,4% nas expectativas futuras, causada pela trajetória ascendente da inflação, bem como pelo temor do desemprego.

O IIC apurado pela FCESP em dezembro refletiu recuperação das percepções dos consumidores em relação à situação atual e às perspectivas futuras. Traduzindo comportamento típico dessa época do ano, o indicador foi influenciado pelo recebimento do décimo terceiro salário e pela proximidade das festas de Natal e Ano Novo. O índice de dezembro também refletiu melhor convivência com os problemas que decorrem da crise argentina e do desaquecimento da economia norte-americana. Também perdeu espaço a preocupação com o desemprego, basicamente em função das contratações temporárias que ocorrem ao final do ano. A elevação de 3,44% do Índice ante novembro resultou de crescimentos de 3,69% nas intenções futuras e de 3,05% nas intenções atuais.

Em outubro, a taxa de juros média praticada no comércio varejista apresentou recuo pelo terceiro mês, situando-se em 6,79%. Observe-

**Juros médios praticados no comércio**

Discriminação	Taxa						
	2001						
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out
Juros médios	6,82	6,85	6,87	6,88	6,86	6,85	6,79
Por redes							
Grandes	5,85	5,92	5,94	5,96	5,92	5,89	5,78
Médias	7,09	7,12	7,14	7,16	7,12	7,09	7,03
Pequenas	7,76	7,79	7,79	7,79	7,78	7,71	7,66

Fonte: Anefac

**Indicadores de inadimplência**

Discriminação	Taxa				
	2001				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
SPC (SP) <sup>1/</sup>	7,33	5,99	5,99	6,17	8,39
Cheques devolvidos <sup>2/</sup>	5,13	5,09	5,04	5,11	5,17
Teledata (RJ) <sup>3/</sup>	1,98	2,72	2,49	2,81	2,18
Teledata (Nacional) <sup>4/</sup>	2,59	3,05	2,98	2,64	2,36

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.

se que, até recentemente, essa taxa acompanhara a trajetória da taxa Selic. A taxa mensal média do ano atingiu 6,83%, ante 7,26% registrados pela média de igual período de 2000. Apresentando comportamento contrário ao da taxa de juros, a taxa líquida de inadimplência, medida pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP), cresceu acentuadamente em novembro, atingindo 8,4%, ante 6,2% em outubro. Segundo a ACSP, as principais razões desse comportamento são a elevação do desemprego e a queda do rendimento médio real. A expectativa da ACSP é de que a taxa decline em dezembro, como ocorre sazonalmente, voltando para patamar de 6%, haja vista o recebimento do 13º salário e o comportamento dos consumidores, típico dessa época, de recuperar o crédito para as compras de final de ano. Mesmo não se constituindo em pico da série, a inadimplência manteve-se ao longo do ano cerca de 2 p.p. acima da média de 2000, comportamento que reflete as crises que afetaram a atividade produtiva. Também a proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos no total de cheques compensados elevou-se em novembro, passando para 5,2%, ante 5,1%, no mês anterior, e 4% em novembro de 2000.

## 1.1.2 – Investimento

Os indicadores de investimento apresentaram comportamentos distintos ao longo de 2001. No primeiro trimestre, houve expansão da capacidade produtiva da economia, seguindo movimento iniciado em 2000. A partir de abril, parte dos indicadores passou a evidenciar desaceleração, desempenho semelhante ao apresentado pelo nível de atividade.

As perspectivas para 2002 sugerem a retomada dos gastos com investimento, acompanhando a recuperação do nível de atividade. Entretanto, a elevação do percentual dos investimentos ante o PIB estará condicionada, em parte, à retomada dos gastos com construção.

**Indicadores de investimento**

Discriminação	2000	Variação % acumulada no ano					
		2001					
		Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out
Bens de capital							
Produção	12,9	19,5	17,5	17,3	16,8	15,2	15,7
Importação	3,1	36,1	31,5	26,9	24,2	20,0	19,1
Exportação	36,8	-7,3	-8,4	-11,3	-11,2	-12,3	-13,8
Insumos da construção civil	2,2	4,0	2,3	1,3	0,4	-0,4	-1,1
Financiamentos do BNDES	27,7	52,2	57,3	23,8	39,5	38,7	29,0

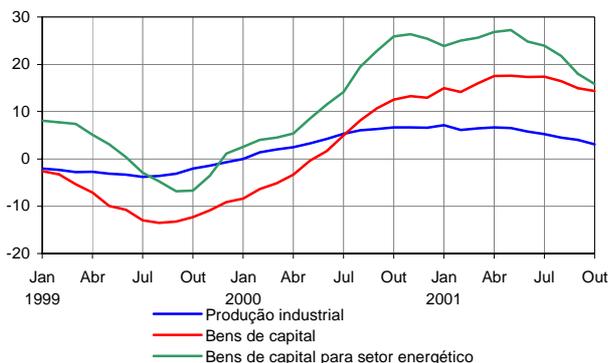
Fonte: IBGE, Funcex e BNDES

A produção de bens de capital, que crescera 17,3% no acumulado do ano até julho, ante igual período de 2000, registrou elevação de 15,7% até outubro. O crescimento, bastante expressivo, se considerada a taxa de 2,5% para a média da indústria geral, consolidou mudança no perfil da produção industrial em 2001, ante o que prevalecera em 2000, ano caracterizado pela liderança da produção de bens de consumo duráveis.

A análise da produção de bens de capital em bases mensais evidenciou que, retirados os efeitos sazonais, ocorreu queda de 1% em setembro e de 4,7% em outubro. A contração relativa a outubro ocorreu principalmente na produção de bens industriais seriados, 10,8%, equipamentos mistos, 7,1%, e de energia elétrica, 5,8%. Comparando a média dos dois últimos trimestres, observa-se, entretanto, patamar mais elevado no período agosto-outubro, ante os três meses anteriores, em 1,74%, resultado influenciado pelo crescimento ocorrido em agosto. Nessas bases de comparação, fica evidente que a produção foi impulsionada pelos setores de equipamentos para construção, que cresceu 13%, seguindo-se os direcionados para a geração de energia elétrica, 11,6%, e bens industriais não-seriados, 7,1%.

Os resultados acumulados no ano mostram claramente a resposta da indústria produtora de equipamentos geradores de energia elétrica à crise de oferta de energia. Nesse sentido, a produção de equipamentos com essa finalidade cresceu 48,7% até outubro, taxa sensivelmente mais elevada do que a relativa ao grupo de desempenho imediatamente inferior, equipamentos para construção, que registrou expansão de 26,8%. Esse último resultado sugere, para os próximos meses, recuperação do setor, que, até o final do terceiro trimestre, apresentou resultados medíocres. O crescimento de 19,3% assinalado na produção de máquinas agrícolas reforça as expectativas de que, em 2002, haja novamente expansão da safra, que se encontra agora em fase de plantio. Cabe ainda mencionar o crescimento de 14,6% registrado pela produção de equipamentos de transportes.

## Variação % da média móvel em 12 meses



## Produção de bens de capital

Discriminação	2000	Variação % acumulada no ano			
		2001	Jul	Ago	Set
Bens de capital	12,9	20,5	19,5	17,5	15,7
Industriais	19,0	11,0	11,3	9,5	5,7
Seriados	21,9	11,6	11,9	10,0	5,7
Não-seriados	7,3	10,5	10,7	9,1	6,0
Agrícolas	19,3	14,0	13,1	11,8	19,3
Peças agrícolas	14,6	13,1	12,3	11,0	3,8
Construção	15,0	14,3	14,1	13,1	26,8
Energia elétrica	3,2	21,1	22,0	21,6	48,7
Transportes	22,8	21,1	21,6	20,8	14,6
Misto	7,9	20,0	20,3	19,4	7,2

Fonte: IBGE

## Produção de autoveículos

Discriminação	Variação percentual					
	2001	Jul	Ago	Set	Out	Nov*
Mês <sup>1/</sup>						
Máquinas agrícolas	11,2	-3,0	15,4	4,1	1,6	
Ônibus	-4,7	7,8	-5,1	21,7	24,0	
Caminhões	-9,5	2,3	-10,4	6,1	6,5	
No ano						
Máquinas agrícolas	30,7	27,2	26,1	26,7	25,1	
Ônibus	-2,6	-2,9	-3,9	-1,1	1,7	
Caminhões	19,7	14,9	10,5	8,0	7,5	

Fonte: Anfavea

<sup>1/</sup> Dessazonalizado.

\* Preliminar.

Dados da Associação Nacional de Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea) relativos a novembro mostraram crescimento mensal de 1,6% na produção de máquinas agrícolas, dados dessazonalizados pelo Departamento Econômico do Banco Central do Brasil (Depec), resultado que contribuiu para que a produção acumulada no ano alcançasse 25,1%, comparativamente à de igual período de 2000. Observe-se que parte desse desempenho esteve voltada para o mercado externo, tendo as exportações desses bens crescido 49,3%, ante expansão de 19,4% nas vendas totais. As estatísticas da Anfavea mostram também expansão da frota para transporte de carga, haja vista que a produção de caminhões cresceu 7,5% no ano. Por outro lado, a produção de ônibus expandiu-se apenas 1,65% até novembro.

O *quantum* de importação de bens de capital apresentou elevação de 19,1% até outubro, comparativamente a 36,1% ao final do primeiro semestre. Análise da composição do valor em dólares das importações evidenciou elevação acentuada nas compras de equipamentos fixos para telefonia móvel, 26%, maquinaria industrial, 22%, e partes e peças para bens de capital para a indústria, 21,5%.

A produção da construção civil apresentou desaceleração a partir do primeiro trimestre. Conforme dados do PIB trimestral, até março, o setor acumulava crescimento de 4,5%, ante período correspondente do ano anterior, taxa que se reduziu para 2,4% ao final do primeiro semestre e para 0,76% no terceiro trimestre. Observe-se que a taxa acumulada do PIB, até setembro, atingiu 2,17%. Tendo em vista a significativa participação desse item na formação bruta de capital, esse comportamento inibe a expansão do percentual das despesas com investimentos ante o PIB. No que se refere à

**Insumos da construção civil**

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

produção de insumos para a construção, considerando dados dessazonalizados, observou-se que, após fevereiro, apenas em setembro a evolução foi positiva, comportamento que determinou retração de 1,1% nos primeiros dez meses do ano, ante período correspondente em 2000, ano em que o crescimento atingiu apenas 2,1%, após ter apresentado declínio de 3,6% em 1999. O baixo dinamismo desse setor nos últimos anos decorreu, em parte, da queda dos investimentos públicos, bem como da restrição representada pelos altos custos dos recursos para financiar a atividade de construção residencial.

Os recursos desembolsados pelo Sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESPar) – cresceram 29% até outubro, ante igual período de 2000. Por setores, a maior expansão ocorreu no total de recursos direcionados para a agropecuária, 44,5%, seguindo-se indústria de transformação, 39,3%, e comércio e serviços, 12,9%. Na indústria extrativa, registrou-se contração de 22%. A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), custo dos empréstimos concedidos pelo Sistema BNDES, passou de 9,5% a.a., no terceiro trimestre, para 10% a.a. no quarto.

Os indicadores da evolução dos estoques apresentaram tendências divergentes nas diferentes pesquisas e setores analisados. Assim, a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada em outubro pela Fundação Getulio Vargas (FGV), mostrou elevação dos estoques, causada por enfraquecimento da demanda no início do terceiro trimestre.

A 20ª Pesquisa Conjuntural Bic Banco, por outro lado, revelou redução do nível geral de estoques, cujo índice passou de 67,3, no segundo trimestre, para 62,4 no terceiro. A análise por setores mostrou quedas dos bens estocados nas indústrias de bens de capital e de bens de consumo não-duráveis e no comércio atacadista, que, por sua intensidade compensaram movimentos de elevação de estoques na agropecuária, nas indústrias de bens intermediários e de bens duráveis e no comércio varejista.

Dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), mostraram continuidade, pelo quinto mês, do movimento de redução dos estoques das concessionárias, que, em novembro, situaram-se em patamar 14,4% inferior ao de igual mês de 2000.

A análise dos indicadores de investimento permite concluir que, em 2001, houve ampliação da capacidade instalada em todos os setores da economia. Na indústria, a expansão foi inferior à registrada em 2000, enquanto, nos demais setores, mostrou-se superior. A composição da taxa de crescimento da produção de bens de capital mostrou predominância dos setores de energia elétrica, construção e agrícola. A demanda por equipamentos geradores de energia elétrica deverá reduzir-se nos próximos meses, também pela redução do racionamento. Entretanto, a expectativa de elevação das tarifas de energia elétrica deverá estimular a busca de auto-suficiência energética pelas indústrias. A produção de equipamentos agrícolas tem acompanhado, nos últimos anos, a expansão continuada da safra de grãos, bem como de outros produtos da lavoura, tendência que deverá continuar em 2002. Já a defasagem entre a produção de equipamentos para a construção e o desempenho do setor propriamente dito sugere pré-condições favoráveis à sua retomada, no que se refere à capacidade produtiva. Assinale-se que o comportamento da construção constitui-se em fator determinante para a elevação do percentual dos investimentos ante o PIB.

### 1.1.3 – Demanda interna

**Formação bruta de capital como % do PIB**  
No mês



A demanda interna manteve trajetória ascendente ao longo do ano, refletindo o fato de que as importações de bens e serviços superaram as exportações nas comparações mensais até outubro. Assim, a representatividade da demanda interna frente ao PIB passou de 101,08%, nos doze meses terminados em outubro de 2000, para 101,82% em outubro de 2001, conforme estimativa do Depec.

A formação bruta de capital (FBC) expressa como percentual do PIB elevou-se de 21,3%, em outubro de 2000, para 22,9% em outubro de 2001. Considerando-se a formação bruta de

## **Formação bruta de capital (FBC) e formação bruta de capital fixo (FBCF)**

A formação bruta de capital, ou investimento, resulta da soma algébrica da formação bruta de capital fixo e da variação de estoques. Por sua vez, a formação bruta de capital fixo divide-se em três grupos: construção, máquinas e equipamentos, e outros.

Os setores de construção e máquinas e equipamentos possuem indicadores que permitem acompanhar suas trajetórias mensais. A atividade da construção é acompanhada pela série, do IBGE, da produção de insumos para o setor. No que se refere a máquinas e equipamentos, consideram-se dados referentes à produção da indústria, divulgados pelo IBGE, bem como às exportações e importações de bens de capital. A partir dessas três séries, obtém-se o conceito de absorção de bens de capital.

Os dois setores representam a maior parte da formação bruta de capital. De acordo com as contas nacionais para o período 1995-1999, a construção representou, em média, 13,3% do PIB e 62,6% da FBC. Para máquinas e equipamentos, esses percentuais corresponderam a 5,3% e 25%, respectivamente.

Para o item “outros”, que engloba principalmente atividades relacionadas ao florestamento, formação de culturas permanentes e com animais reprodutores, de tração e gado de leite, não existem indicadores mensais.

Os estoques em um dado momento compreendem todos os bens, exceto os do ativo imobilizado, de propriedade das unidades produtoras residentes. As informações periodicamente divulgadas sobre variação dos estoques são, na sua maior parte, setoriais. A avaliação do comportamento dessa variável ressent-se, basicamente, da falta de dados que permitam acompanhar a tendência da variável de forma agregada.

Tendo em vista as restrições de dados para avaliar o comportamento do item “outros” e da variação de estoques, as estimativas do Depec sobre investimentos limitavam-se ao conceito de FBCF.

No segundo semestre de 2001, o IBGE iniciou a publicação das contas nacionais trimestrais, série que retroagiu ao primeiro trimestre de 1991. Com essa periodicidade, foram disponibilizadas estatísticas para os investimentos, no conceito de FBC, sem discriminar sua composição. Esta abertura, em bases anuais, consta das contas nacionais relativas ao período 1995 a 1999. Com

base nessas informações, observou-se que, na média desse período, os dispêndios com os itens incluídos em “outros” representaram cerca de 1% do PIB, e a variação de estoques, 1,6%.

Na tabela a seguir constam informações mensais, em 2001, das participações percentuais da FBC e da FBCF no PIB. Para isso, consideram-se indicadores conjunturais da produção, importação e exportação de máquinas e equipamentos, insumos para a construção civil e, ainda, projeções dos itens “outros” e variação de estoques, tendo como base dados de 1995 em diante e informações setoriais sobre a evolução dos estoques.

### Formação bruta de capital

Discriminação	Percentual do PIB	
	Formação bruta de capital	Formação bruta de capital fixo
2001		
Jan	23,0	19,7
Fev	22,9	19,3
Mar	24,9	21,2
Abr	23,8	20,3
Mai	24,3	20,9
Jun	22,2	18,6
Jul	22,4	19,2
Ago	23,7	20,4
Set	22,9	19,4
Out	22,9	19,6

Fonte: IBGE e Banco Central

capital fixo (FBCF), que não inclui o item outros e a variação de estoques, as taxas situaram-se em 19,2% e em 19,6%, respectivamente. Observe-se que, com exceção do setor da construção, os indicadores de investimento apresentaram taxas de crescimento superiores às relativas à maior parte dos indicadores da demanda por consumo. A estimativa do consumo em relação ao PIB, que inclui variação de estoques, declinou de 82,39%, considerando doze meses finalizados em outubro de 2000, para 82,13% em igual período de 2001.

### 1.1.4 – Conclusão

Após sinalizar acomodação da demanda de consumo no início do segundo semestre, o comportamento dos indicadores passou a mostrar,

em meses recentes, recuperação lenta porém contínua. Fatores como a renda gerada pelo setor primário e a adição de postos de trabalho no contingente de empregados com carteira assinada em todos os meses do ano explicam esse comportamento. A recuperação das intenções de compra dos consumidores mostra absorção dos efeitos das crises de energia e do cenário externo deteriorado, sugerindo ambiente favorável para evolução positiva das vendas ao final do ano. Há que ressaltar que a queda do rendimento médio afasta a possibilidade de evolução da demanda de forma incompatível com a capacidade de resposta do setor produtivo.

Em relação à demanda por investimentos, a absorção de bens de capital, definida como produção mais importação menos exportação de equipamentos, continua elevada, crescendo 22% até outubro, em comparação aos primeiros dez meses de 2000. Esse comportamento se contrapõe à perda de dinamismo da construção civil, já a partir dos primeiros meses do ano.

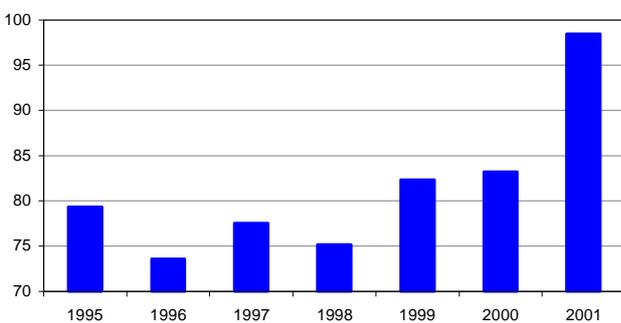
## 1.2 – Oferta agregada

### 1.2.1 – Agropecuária

#### Lavouras

##### Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE

A atual safra de grãos totalizou 98,5 milhões de toneladas, constituindo-se na maior já colhida no país. Relativamente a 2000, a expansão atingiu 18,3%, conforme o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), realizado pelo IBGE em novembro. Considerando a distribuição regional da safra, na região Sul, responsável por 50,1% do total, a colheita apresentou expansão de 37,9%. Seguiu-se a região Centro-Oeste, com 29,2% da produção e crescimento de 11,2%, ante 2000. A região Sudeste, onde a produção cresceu 8,6%, foi responsável por 12,8% do total colhido. Por último, nas regiões Norte e Nordeste, com participações respectivas de 2,1% e de 5,7%, a produção apresentou declínios, de 4,3% e de 27,6%, respectivamente.

Cabe ressaltar que o desempenho dessa safra decorreu, basicamente, de acentuada elevação no rendimento médio, haja vista que a área total expandiu-se apenas 1,2% ante a da safra anterior. Culturas que apresentaram crescimento da área registraram crescimento mais acentuado do rendimento, como, por exemplo, no caso do milho. Mesmo safras onde foi constatada queda na produção e da área, como no caso do arroz, apresentaram ganhos de produtividade.

As quebras apresentadas pelas safras de feijão e de arroz têm influenciado os preços desses produtos ao longo do ano. Nesse sentido, até novembro, os preços do feijão preto e do arroz elevaram-se 174,37% e 43,77%, respectivamente, conforme medido pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

#### Lavouras

Discriminação	Produção	Área	Variação % em 2001	
				Rendimento médio
Produção de grãos	18,3	1,1	...	...
Algodão (caroço)	31,2	9,3	20,1	...
Arroz (em casca)	-8,0	-13,9	6,9	...
Feijão	24,2	-20,0	5,1	...
Milho	29,9	6,4	29,1	...
Soja	15,1	2,2	12,7	...
Trigo	92,8	59,7	20,7	...
Outros	17,8	-2,1	...	...

Fonte: IBGE

1/ Refere-se ao LSPA de novembro.

Para o próximo ano, o segundo levantamento sobre intenções de plantio e áreas já plantadas, para nove produtos, nas regiões Sudeste, Sul e Centro-Oeste e em Rondônia registrou elevação de 1,1%. Cabe destacar as estimativas favoráveis para a área a ser ocupada pela soja, 11,1%, e pela primeira safra de feijão, 9,8%. Por outro lado, espera-se redução nas áreas destinadas à cultura do arroz, 2,4%, mandioca, 10,1%, e milho, primeira safra, 13%. No caso da mandioca, a redução decorreu de preços de comercialização, considerados muito baixos na última safra. Essa mesma razão, aliada ao avanço da área dedicada à soja, explica a menor área para a primeira safra de milho.

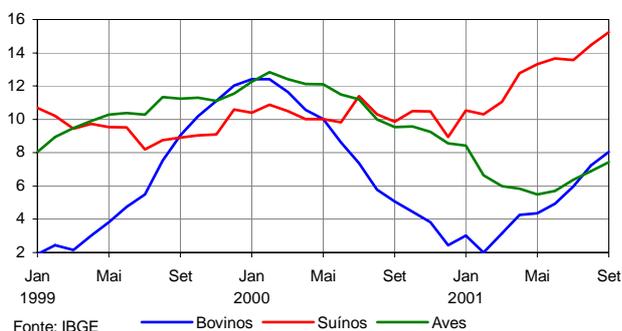
## Pecuária

A produção da pecuária tem apresentado tendência de elevação ao longo de 2001. No primeiro semestre, foi registrada expansão de 4%, e os indicadores mais recentes mostraram que 2001 deverá ser o quarto ano consecutivo de resultados positivos do setor. Ressalte-se que, a partir de 1990, apenas em 1997 a pecuária apresentou resultados negativos.

**Pecuária**

Peso total das carcaças

Variação acumulada em 12 meses



Fonte: IBGE

— Bovinos — Suínos — Aves

A análise dos principais componentes da pecuária revela expansão generalizada. Assim, dados disponíveis até setembro revelam crescimento de 13,9% na produção de bovinos, de 16,4% na de suínos e de 11,5% na de frangos. A produção de leite cresceu 11,3% no mesmo período. Os indicadores da indústria de alimentos ligada à pecuária continuam apresentando desempenho acima da média da indústria de transformação no período. Nesse sentido, até outubro, o abate de

animais (exclusive aves) e preparação de carnes cresceu 6,8%, o abate e preparação de aves, 8,5%, e o resfriamento e preparação de leite e laticínios, 5,1%. Considerando os insumos para o setor, observou-se a mesma tendência, com a produção de alimentos para animais apresentando expansão de 6,7%.

Seguindo a trajetória dos últimos anos, o mercado externo manteve-se favorável em 2001. Os resultados acumulados no ano, até outubro, registraram elevação de 50,8% no total exportado de carnes e miudezas. Considerando os itens mais relevantes, a expansão totalizou 117,2% em suínos e derivados, secundadas por expansões de 78,2% no segmento de bovinos e de 35,8% no de aves.

A elevação das exportações tem influenciado o comportamento dos preços internos, principalmente de bovinos. Assim, nos meses de outubro e novembro, conforme captado pelo IPCA, os preços do item carnes elevaram-se 5,23% e 2,87%, respectivamente, acumulando crescimento de 11,26% no ano.

## 1.2.2 – Indústria

### Produção industrial

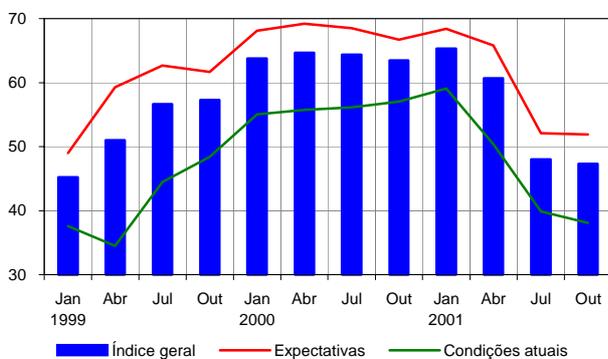
A análise dos indicadores da produção industrial nos últimos meses evidencia que os efeitos negativos da restrição de oferta de energia elétrica foram virtualmente absorvidos pelo setor. Os resultados de outubro foram fortemente impactados pela paralisação dos petroleiros, que se refletiu na extração de minerais e na produção da indústria química.

Descontados esses efeitos, o resultado de outubro ainda é negativo, mas menos intenso, tornando-se mais compatível com acomodação da atividade industrial em patamar inferior ao do primeiro semestre, porém em nível suficientemente elevado para garantir resultados positivos ante 2000.

As diversas sondagens e pesquisas com empresários industriais confirmaram o deslocamento da preocupação dos empresários, antes centrada na crise de energia, para questões que envolvem o encurtamento das margens e o comportamento da demanda nos últimos meses de 2001 e primeiro trimestre de 2002.

Comparação dos resultados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, em outubro, com os relativos à sondagem de julho, mostrou que a percepção dos empresários sobre o comportamento da demanda por produtos industriais passou de situação caracterizada como de “drástico enfraquecimento” para “estabilizada”. A sondagem de outubro revelou também estoques mais elevados, consequência do enfraquecimento da demanda constatado em julho, e, em relação à situação dos negócios, perda de margens, explicada basicamente pela depreciação do real. Embora de maneira modesta, os empresários esperam, para o último trimestre, elevação de demanda, que, entretanto, não se refletiria na mesma proporção em aumento da produção, haja vista os estoques mais elevados. A FGV também detectou substituição da demanda por produtos importados pela produção interna, devido ao efeito da depreciação da taxa de câmbio.

**Índice de Confiança do Empresário Industrial**



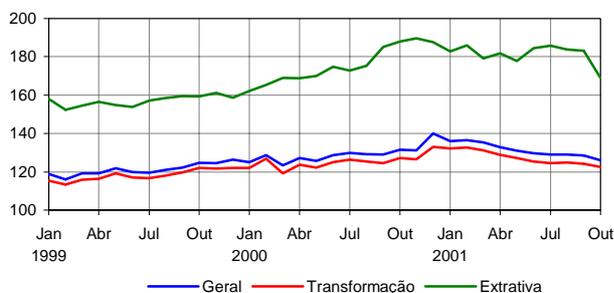
Em outubro, o Índice de Confiança do Empresário Industrial, elaborado trimestralmente pela CNI, com base em informações de federações da indústria de 19 estados, mostrou-se praticamente estável ante o indicador de julho. A permanência do indicador abaixo de 50 pontos refletiu questões relativas à retração da economia e às altas taxas de juros e de câmbio. A queda de confiança esteve mais relacionada às percepções negativas das condições atuais do que às expectativas, cujo indicador se manteve acima de 50, mesmo com a redução ante julho.

**Produção industrial**

Discriminação	Variação percentual			
	2001			
	Jul	Ago	Set	Out
Mês <sup>1/</sup>	- 0,57	- 0,02	- 0,31	- 1,92
Mesmo mês do ano anterior	1,27	- 0,40	- 1,87	- 3,43
Acumulado no ano	4,47	3,79	3,13	2,50
Acumulado em 12 meses	5,24	4,47	3,99	3,12

Fonte: IBGE

1/ Dessazonalizado.

**Produção industrial**  
 Dados dessazonalizados  
 1992=100


Fonte: IBGE

**Produção industrial por categoria de uso**

Discriminação	Variação % acumulada em 12 meses					
	2001					
	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out
Produção industrial	6,55	5,80	5,30	4,54	4,08	3,12
Bens de capital	18,57	18,40	18,59	17,61	16,13	15,34
Bens intermediários	5,53	4,59	3,88	3,04	2,40	1,34
Bens de consumo	4,01	3,63	3,46	2,98	3,26	2,53
Duráveis	17,85	15,63	13,11	9,71	8,48	5,86
Semi e não-duráveis	0,58	0,60	0,99	1,22	1,89	1,64

Fonte: IBGE

Apesar da contração mensal de 1,92% na produção industrial em outubro, dados dessazonalizados, no acumulado do ano os resultados permaneceram positivos, com elevação de 2,5% ante os primeiros dez meses de 2000. A análise dos principais gêneros mostrou que a greve no setor de extração e refino de petróleo influenciou fortemente as indústrias extrativa mineral e química, cujos pesos na produção industrial são, respectivamente, 10,4% e 18,2%. Esses gêneros, onde se destacam os itens petróleo em bruto e gasolina, apresentaram quedas respectivas de 7,8% e de 7,5%. Retirando do resultado total esses efeitos, a queda da produção industrial atingiria 0,11%.

Observe-se que, apesar do resultado negativo do indicador geral, 12 dos 21 gêneros pesquisados apresentaram acréscimo da produção, principalmente perfumarias, sabões e velas, 7,9%, fumo, 6,4%, mobiliário, 5,4% e borracha, 5,3%. Por categorias de uso, entretanto, as comparações ante setembro revelaram declínio generalizado, com exceção dos bens de consumo duráveis, cuja produção cresceu após sete quedas consecutivas.

Considerando os resultados acumulados no ano, 12 dos 21 gêneros apresentaram resultados negativos, em especial couros e peles, 10,5%, vestuário, calçados e artefatos de tecidos, 6,3%, e fumo, 4,9%, itens que correspondem basicamente a bens semiduráveis de consumo. Por outro lado, os maiores crescimentos foram detectados em

material elétrico e de comunicações, 9,6%, mecânica, 7,8%, e material de transporte, 7,5%, gêneros vinculados à indústria de bens de capital, categoria de uso que, ao longo de 2001, tem liderado a produção industrial. A composição da taxa de crescimento mostra que esses gêneros responderam por 1,97 p.p. da taxa de crescimento de 2,5% apresentada pela indústria geral.

**Produção industrial segundo a intensidade do gasto com energia elétrica**

Discriminação	Variação percentual			
	2001			
	Jul	Ago	Set	Out
Mesmo mês do ano anterior				
Setores de alta intensidade	- 3,94	- 4,60	- 5,48	- 5,50
Setores de média intensidade	4,42	3,56	2,16	0,90
Setores de baixa intensidade	2,87	0,11	- 2,03	- 3,00
Acumulado no ano				
Setores de alta intensidade	- 0,17	- 0,77	- 1,32	- 1,80
Setores de média intensidade	5,35	5,11	4,78	4,40
Setores de baixa intensidade	7,29	6,23	5,22	4,10
Acumulado em 12 meses				
Setores de alta intensidade	0,98	0,06	- 0,64	- 1,40
Setores de média intensidade	5,18	4,90	4,98	4,60
Setores de baixa intensidade	8,30	7,46	6,78	5,30

Fonte: IBGE

Segundo a intensidade do gasto com energia elétrica, as comparações entre 2001 e 2000 mostraram taxas de crescimento mais acentuadas para os setores de média e de baixa intensidades, que respondem por 33,2% e 40,1% do valor da produção da indústria de transformação, atingindo 4,4% e 4,1%, respectivamente. Nos setores de alta intensidade, responsáveis por 26,6% da indústria, registrou-se retração de 1,8% na produção.

Comparação dos resultados acumulados em doze meses, até outubro, com aqueles registrados ao final do primeiro semestre, evidenciou desaceleração na produção de bens de capital, intermediários e de consumo. O desempenho da última categoria esteve vinculado, fundamentalmente, à contração na intensidade da taxa de expansão da produção de duráveis, de 15,6%, até junho, para 5,9%, refletindo

a manutenção da taxa de juros em patamar elevado e a redução da oferta de energia elétrica. Registre-se que, de forma gradual, manteve-se tendência de elevação da produção de semiduráveis e não-duráveis, haja vista que o crescimento passou de 0,6%, até junho, para 1,6%, até outubro. A sustentação desse movimento decorreu do mercado interno, haja vista a continuidade da expansão do emprego, e do externo, destacando-se as exportações de alimentos.

Dados setoriais de novembro revelaram que a indústria automobilística produziu 153,5 mil veículos, o que levou o resultado acumulado no ano a apresentar expansão de 8,5%. Retirando as influências sazonais, o crescimento mensal situou-se em 12,6%. As vendas atingiram 148,1 mil veículos, crescendo 13,2% no mês, após dessazonalização da série. A produção de máquinas e equipamentos agrícolas cresceu 1,6% em novembro, terceiro mês consecutivo de resultados favoráveis. No ano, houve elevação de 25,1%, resultado que sugere continuidade da elevação da produtividade agrícola para a próxima safra, em fase de plantio.

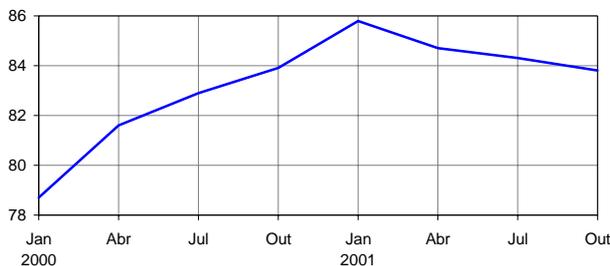
O nível de utilização da capacidade instalada refletiu a acomodação da produção industrial verificada em meses recentes. Até setembro, ocorreu redução da intensidade de queda no uso das instalações industriais,

**Utilização da capacidade instalada**

Material de construção

Dados dessazonalizados

Percentual médio



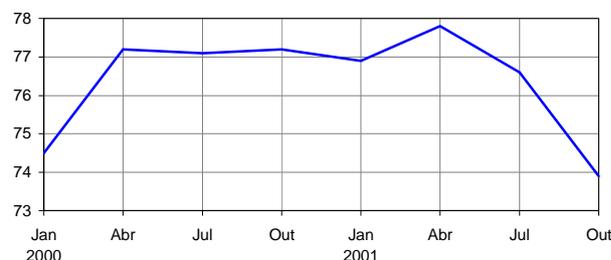
Fonte: FGV

**Utilização da capacidade instalada**

Bens de consumo

Dados dessazonalizados

Percentual médio



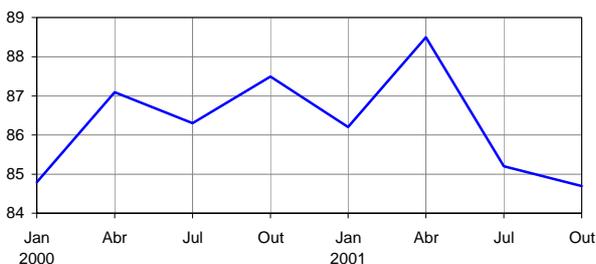
Fonte: FGV

**Utilização da capacidade instalada**

Bens de consumo intermediário

Dados dessazonalizados

Percentual médio



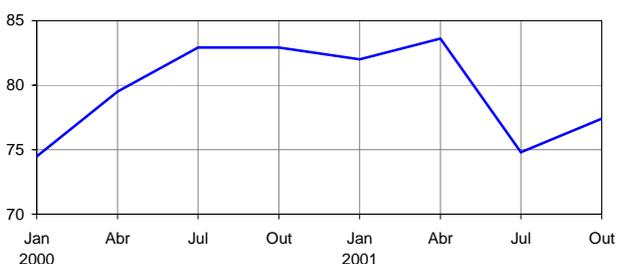
Fonte: FGV

**Utilização da capacidade instalada**

Bens de capital

Dados dessazonalizados

Percentual médio



Fonte: FGV

processo que, de acordo com estatísticas da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) e da CNI para outubro, apresenta indícios de reversão.

Nesse sentido, a sondagem realizada pela FGV, que havia registrado redução de 3 p.p., de abril a julho, no uso da capacidade instalada das indústrias, apontou declínio de 1 p.p. na pesquisa de outubro. Na série isenta de sazonalidade, as quedas atingiram 3,1%, no segundo trimestre, e 2,3% no terceiro, comparativamente aos períodos imediatamente anteriores. Comparação com outubro de 2000 mostrou acentuada redução, que refletiu o comportamento das indústrias de bens de consumo e de capital, haja vista a estabilidade apresentada em material de construção e em bens intermediários.

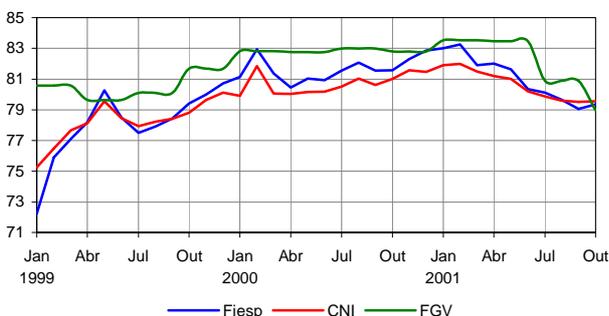
Adicionalmente, dos 21 gêneros pesquisados na sondagem de outubro da FGV, onze apresentaram maior utilização da capacidade, relativamente ao patamar assinalado em julho. Os crescimentos mais elevados ocorreram nas indústrias que produzem borracha, 4,5 p.p., e vestuário, calçados e artefatos de tecidos, 8,1 p.p. Por outro lado, as maiores quedas foram registradas por fumo, 38,1 p.p., perfumaria, sabões, detergentes e velas, 11,4 p.p., e couros e peles, 2,6 p.p., gêneros classificados como bens de consumo semiduráveis e não-duráveis.

Nas indústrias situadas nos doze estados pesquisados pela CNI, o nível de utilização da capacidade instalada decresceu de abril a setembro, apresentando estabilidade em outubro, de acordo com estatísticas isentas de sazonalidade. Na indústria paulista, após queda de maio a setembro, a utilização da capacidade instalada cresceu 0,38% em outubro. Em relação

**Utilização da capacidade instalada**

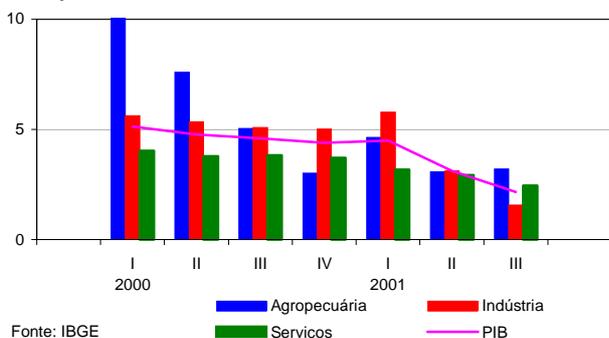
Dados dessazonalizados

Percentual médio



**Produto Interno Bruto**

Variação % acumulada no ano



Fonte: IBGE

**Produto Interno Bruto**

Discriminação	Variação percentual				
	2000		2001		
	III	IV	I	II	III
Acumulado ao longo do ano	4,60	4,39	4,50	3,12	2,17
Acumulado em 4 trimestres	4,28	4,39	4,24	3,57	2,56
Trimestre/igual trimestre					
do ano anterior	4,28	3,77	4,50	1,82	0,34
Trimestre/trimestre anterior					
com ajuste sazonal	0,82	0,89	0,17	0,02	0,05

Fonte: IBGE

ao nível registrado em outubro de 2000, houve queda de 1,87% e de 2,76% nas indústrias no âmbito da CNI e da Fiesp, respectivamente.

**1.2.3 – Produto Interno Bruto (PIB)**

O PIB a preços de mercado apresentou expansão de 2,17% até o final do terceiro trimestre, ante igual período de 2000, após crescimento de 3,12% assinalado no primeiro semestre. Retirando os efeitos sazonais, o PIB mostrou-se estável entre o segundo e o terceiro trimestres. Comparativamente ao terceiro trimestre de 2000, registrou-se expansão de 0,34%. Os resultados mostram que, de maneira geral, os efeitos da crise de energia e da depreciação da taxa de câmbio foram superestimados, haja vista que, em lugar de desaceleração no nível de atividade, ocorreu sua acomodação.

Examinando-se o comportamento das taxas acumuladas ao longo do ano, observa-se resultados positivos em todos os setores, mais expressivo na agropecuária, reflexo do comportamento favorável das lavouras e da pecuária. No setor industrial, cabe ressaltar que apenas os serviços industriais de utilidade pública apresentaram declínio ante 2000, refletindo a restrição da oferta de energia. Mesmo assim, a queda de 2,5% foi inferior à esperada, haja vista a abrangência do racionamento. Também o resultado apresentado pela construção civil superou as estimativas sinalizadas pela produção de insumos para o setor, que, até setembro, declinara 0,39%. Todos os subsetores dos serviços apresentaram desempenho positivo, principalmente as comunicações, 12,5%, e os “outros serviços”, 3,6%.

## Perspectivas para o PIB em 2002

A partir da análise de desempenhos econômicos setoriais, construiu-se o cenário para a evolução do PIB em 2002, apresentado na tabela na página seguinte. Tal análise considerou expectativas de entidades para a evolução das próprias áreas de atuação, pesquisas de institutos, aspectos estatísticos – sazonalidade e base de comparação – e conjunturais, sobretudo no que tange à evolução da demanda externa e interna.

Para o setor primário, delineiam-se expectativas bastante favoráveis com base nas primeiras previsões de safra realizadas pela Conab/MAPA e pelo levantamento das intenções de plantio do IBGE. As pesquisas realizadas por essas instituições apontam um novo recorde da safra de grãos, com crescimento em torno de 2% em relação à safra anterior. Além disso, lavouras importantes na composição do produto do setor primário, como café, laranja e cana-de-açúcar, devem apresentar crescimentos significativos no próximo ano. No que se refere à produção pecuária, o setor deve continuar apresentando expansão, a exemplo do ocorrido nos últimos anos, haja vista as perspectivas favoráveis para o fluxo de exportações de carnes em geral, estimuladas pelo aumento da demanda externa em relação ao produto brasileiro e pela evolução da taxa de câmbio. O extrativismo vegetal, por ser influenciado pelo desempenho do setor siderúrgico, também apresenta perspectiva de crescimento superior ao que vem registrando neste ano.

No setor industrial, ramos importantes da indústria de transformação, pela participação no valor agregado fabril e/ou pelo encadeamento com outros subsetores, têm projetado ampliação da produção para o próximo ano. A indústria automobilística espera crescimento em torno de 8%, alcançando a produção de 1.900 mil carros. O setor siderúrgico e a indústria de produtos alimentícios sinalizam com desempenho no mesmo sentido, porém, com magnitudes menores. Apesar dessas perspectivas favoráveis, o crescimento da indústria de transformação está restrito pelo efeito estatístico decorrente da sua trajetória declinante em 2001, o que torna a base comparativa desfavorável – *carry over* negativo. Quanto às perspectivas para os demais subsetores secundários, espera-se crescimento da indústria extrativa mineral superior à observada em 2001, haja vista os problemas enfrentados na área de prospecção de petróleo no ano. Para os serviços industriais de utilidade pública (SIUP), que se referem basicamente à geração de energia elétrica, projeta-se expansão significativa com base nos dados de carga da Eletrobrás.

No setor terciário, as projeções dos subsetores de transportes e comércio decorrem das variações consideradas para a indústria de transformação e para o setor agropecuário, obedecendo aos critérios utilizados pelo IBGE para apuração do PIB. Entre os demais subsetores,

destacam-se aluguéis de imóveis, administração pública e outros serviços, que perfazem cerca de 70% do produto do setor terciário. Para os dois primeiros, que apresentam taxas de variação relativamente estáveis, considerou-se o comportamento trimestral dos últimos anos. Para outros serviços incorporou-se, ainda, a perspectiva para a evolução do emprego formal segundo dados do Ministério do Trabalho.

### Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação %	
	2001 <sup>1/</sup>	2002
Agropecuária	3,2	3,5
Indústria	1,6	2,5
Extrativa mineral	6,4	7,5
Transformação	2,0	1,9
Construção	0,8	1,7
SIUP	-2,5	5,2
Serviços	2,5	2,1
Comércio	2,2	0,8
Transporte	1,3	0,8
Comunicações	12,5	8,0
Instituições financeiras	1,4	1,9
Outros serviços	1,6	2,4
Aluguéis	2,2	2,3
Administração pública	1,6	2,0
Dummy financeiro	2,3	1,9
Valor adicionado a preços básicos	2,2	2,4
Impostos sobre produtos	2,1	2,6
PIB a preços de mercado	2,2	2,5

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Até o terceiro trimestre.

## 1.2.4 – Conclusão

Com a divulgação dos resultados do PIB para o terceiro trimestre, ficou evidenciado que a desaceleração do nível de atividade, no primeiro semestre, evoluiu para um estágio de acomodação em patamar mais reduzido, comparativamente aos resultados assinalados nos primeiros meses do ano. Indicadores setoriais para os meses de outubro e novembro sinalizam que, possivelmente, a fase de acomodação em patamar relativamente mais baixo venha dar lugar a uma suave recuperação.

Os efeitos negativos do cenário internacional desfavorável, da taxa de juros elevada, da depreciação cambial e da crise de energia foram, em parte, compensados pelos bons resultados da safra agrícola e das exportações em alguns setores. A elevação da renda agrícola e o dinamismo das vendas externas influenciaram positivamente a atividade e o emprego, contribuindo para a diluição dos impactos negativos sobre a indústria, principalmente de transformação, mais sensível aos efeitos citados.

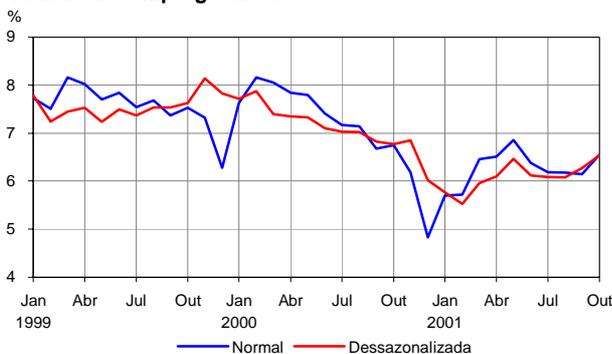
Excetuando-se problemas pontuais, como a quebra das safras de arroz e de feijão e a crise de energia, a evolução da oferta tem sido compatível, ao longo do ano, com a trajetória da demanda. Apesar dos estímulos decorrentes dos resultados positivos da agropecuária e da geração de emprego formal no país, tem-se observado queda dos salários e rendimentos reais. Mesmo em caso de elevação da demanda por produtos industriais, a existência de capacidade ociosa média de cerca de 20% no setor deverá permitir seu atendimento no curto prazo.

## 1.3 – Mercado de trabalho

### 1.3.1 – Emprego

A análise da trajetória dos indicadores de emprego revela a continuidade da criação de empregos formais no país, paralelamente à manutenção do desemprego. Na indústria, pesquisas revelaram número de demissões inferior ao sugerido pelo cenário econômico, registrando-se que os indicadores relativos a outubro sugerem esgotamento desse movimento.

Taxa de desemprego aberto



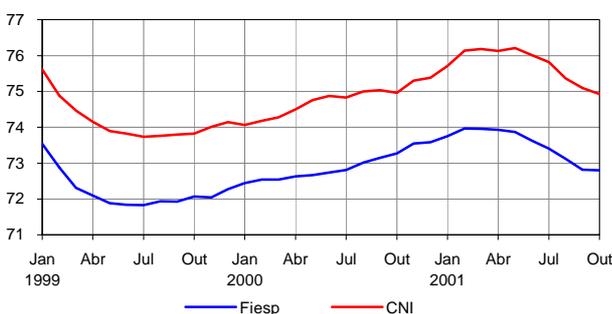
A taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas, tem-se mantido em patamar superior a 6% a partir de março. Em outubro, a taxa atingiu 6,55%, ante 6,15% em setembro, resultado que reflete a conjugação do crescimento de 0,45% da População Economicamente Ativa (PEA) com a estabilidade do número de ocupados, implicando elevação de 7,19% da população desocupada. A taxa média de desemprego no ano, até outubro, totalizou 6,27%,

ante 7,46% em igual período de 2000. O tempo médio de procura de emprego elevou-se para 21,76 semanas em outubro, ante 20,47 semanas em setembro.

Apesar da estabilidade do número de ocupados, ocorreu remanejamento de mão-de-obra entre os setores pesquisados, tendo-se observado elevação de 0,51% do emprego na indústria de transformação e quedas de 1,23% na construção civil, de 1,2% no comércio e de 0,05% nos serviços. A análise dos resultados acumulados até outubro revelou crescimento médio de 0,79% do número de ocupados, sendo de 1,59% no setor de serviços e de 0,97% na indústria de transformação. As atividades da construção civil e do comércio reduziram os postos de trabalho nas regiões metropolitanas consideradas, em 2,81% e 0,77%, respectivamente.

Considerando as categorias ocupacionais, em outubro houve declínio de 0,99% nos postos de trabalho entre os empregados com carteira assinada e de 0,84% entre os empregadores. Entretanto, confirmando dados do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), a pesquisa domiciliar do IBGE revelou, no acumulado do ano, crescimento de 4,4% no emprego formal, ante contrações de 6,77% no número de empregadores, de 1,75% no de empregados sem carteira assinada e de 0,62% no contingente de trabalhadores por conta própria.

**Emprego industrial**  
Dados dessazonalizados  
1992=100



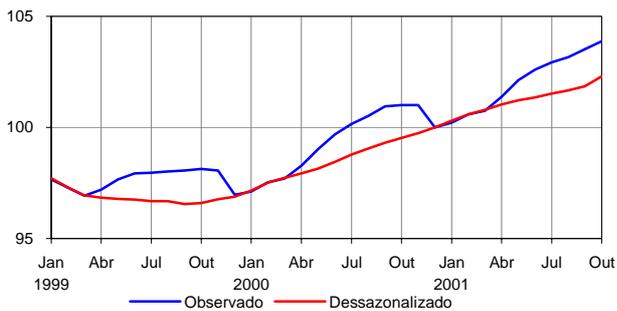
A trajetória do emprego industrial tem sido declinante nos últimos meses, conforme dados divulgados pela CNI e pela Fiesp. Nas indústrias dos doze estados acompanhados pela CNI, o emprego contraiu de junho a outubro, tendo apresentado quedas mais acentuadas nos meses de agosto, 0,59%, e setembro, 0,36%, considerada a série dessazonalizada pelo Depec. Esse comportamento refletiu postura defensiva dos empregadores em relação às implicações financeiras, relativas ao custo das demissões, vinculadas às alterações na legislação do

Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) implementadas em outubro, mês em que o emprego voltou a cair, porém à taxa menos acentuada de 0,22%. Nas indústrias filiadas à Fiesp, o emprego começou a retrair em março, apresentou quedas mais expressivas em agosto,

0,38%, e em setembro, 0,42%, e manteve-se estável em outubro. Observe-se que, mesmo com comportamento desfavorável, o emprego na indústria de transformação, em 2001, supera o registrado nos primeiros dez meses de 2000, seja no âmbito da Fiesp, 1%, ou da CNI, 1,47%.

### Emprego formal

Dezembro 2000=100



Fonte: Ministério do Trabalho e Emprego

Ao contrário dos demais indicadores de emprego, que vêm apresentando trajetória volátil ao longo de 2001, o comportamento do emprego formal, apurado com base no Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, registrou apenas resultados positivos até outubro. Assim, nos primeiros dez meses do ano foram geradas 849,9 mil ocupações com carteira assinada, o que representou crescimento de 2,9%, ante 2000. No setor de serviços, foram criados 336,6 mil empregos no ano, seguindo-se a indústria, com 164,3 mil, e o comércio, com 156,9 mil. Em outubro, ocorreram 77,1 mil novos registros, representando elevação de 0,34%, retiradas as influências sazonais.

O comportamento do emprego formal mostrou, em princípio, pouca reação aos impactos das crises de energia e do setor externo. Em relação à indústria, setor mais suscetível a tais restrições, apenas em julho o saldo entre admissões e demissões foi negativo. Nesse mês, foram eliminadas 2,2 mil ocupações, mais do que compensadas pela retomada das contratações nos meses seguintes, que totalizaram 59,6 mil, de agosto a outubro.

O número total de empregos formais em outubro, segundo o MTE, correspondeu a 23.830 mil. Nesse mês, os ocupados nas seis regiões metropolitanas pesquisadas pelo IBGE atingiram 17.258 mil. Ressalte-se que os indicadores do MTE têm abrangência nacional e consideram número maior de trabalhadores, enquanto os relativos ao IBGE permitem o acompanhamento do emprego formal e do informal. Apenas por ocasião da divulgação dos resultados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios, o IBGE disponibiliza estatísticas para o país.

### 1.3.2 – Salários e rendimentos

O comportamento dos indicadores relativos a salários e rendimentos reais tem sido desfavorável nos últimos meses, refletindo a desaceleração do nível de atividade e a elevação da inflação. Observe-se que, mesmo nesse contexto, os salários da indústria ainda acumulam ganhos no ano, contrapondo-se aos resultados das pesquisas domiciliares.

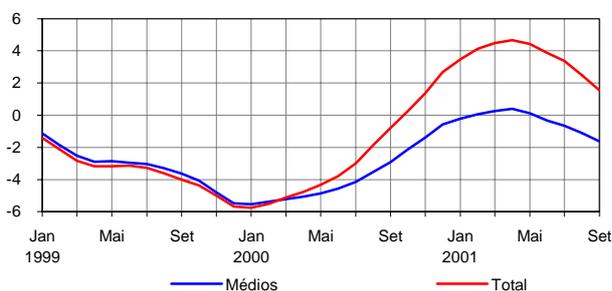
De acordo com pesquisa domiciliar do IBGE, em seis regiões metropolitanas, os rendimentos médios reais registraram quedas mensais de 0,84% em agosto e de 1,63% em setembro, considerados dados dessazonalizados. Esses resultados reduziram em 1,6% a média do terceiro trimestre, em relação à do período anterior. Em comparação com mesmo período de 2000, a queda até o final do terceiro trimestre atingiu 2,5%. Na análise por setor de atividade, verificou-se decréscimo generalizado dos rendimentos reais nessas bases de comparação, com os percebidos pelos ocupados no comércio, na indústria de transformação e na construção civil registrando contrações acima da média do indicador, de 5%, 3,52% e de 3,28%, respectivamente. Do ponto de vista da posição na ocupação, somente os rendimentos dos empregados por conta própria foram superiores aos assinalados em 2000, porém em apenas 0,13%. A maior queda, 3,1%, foi captada pelo indicador de rendimentos dos empregados com carteira assinada, seguindo-se as relacionadas a empregadores, 2%, e a empregados sem carteira, 0,92%.

A evolução da massa nominal de salários e rendimentos, nas regiões metropolitanas pesquisadas pelo IBGE, foi positiva até maio, quando a taxa acumulada em doze meses apontou crescimento de 10,57%. A partir de então, a tendência tornou-se declinante. Considerando variações mensais, a maior queda ocorreu em agosto, 2,1%, seguindo-se redução de 0,3% em setembro, dados dessazonalizados. No acumulado do ano, a elevação atingiu 7,13% até setembro. A massa real registrou quedas mensais de 2,76% em agosto e de 0,98% em setembro, considerando dados ajustados sazonalmente, ainda acumulando, no ano, ganho de 0,18%. A diferença entre os rendimentos médios e a massa de rendimentos reflete o aumento de postos de trabalho, que, na média, superou as ocupações existentes em 2000.

**Rendimentos reais - médios e totais**

Média móvel em 12 meses

Variação percentual



Fonte: IBGE

O salário médio real na indústria paulista, segundo a Fiesp, manteve-se estável em outubro, ante quedas mensais em agosto e setembro, dados dessazonalizados. Comportamento semelhante foi apresentado pela massa salarial, cujo declínio em outubro, de 0,13%, sucedeu dois meses de quedas acentuadas. Observe-se que, apesar desses resultados desfavoráveis, as variáveis acumularam ganhos reais em 2001, de 6,5% e de 7,2%.

Os indicadores industriais da CNI, que consideram pesquisas realizadas em doze estados, também mostraram evolução positiva da massa salarial real em 2001, porém menos acentuada. Em outubro, a variável registrou queda de 0,5% ante setembro, dados dessazonalizados, acumulando elevação de 3,93% no ano.

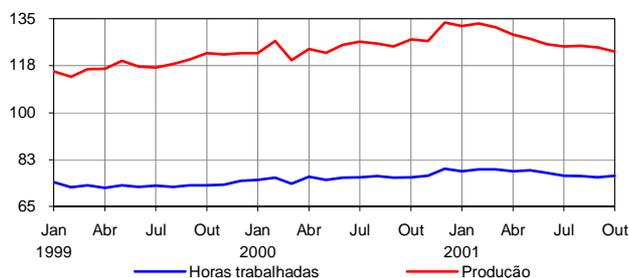
### 1.3.3 – Custo unitário do trabalho e produtividade na indústria de transformação

A produtividade na indústria de transformação, calculada como a relação entre a produção desse setor, divulgada pelo IBGE, e as horas trabalhadas na produção, pesquisadas pela CNI, apresentou redução de 0,2% até outubro, ante igual período de 2000. Até o final do primeiro semestre, registrara-se expansão de 1%. Para a indústria paulista, o indicador com base na produção industrial desse estado, divulgada pelo IBGE, e nas horas trabalhadas, calculadas pela Fiesp, revelou crescimento de 1,9% da produtividade, até setembro, ante período correspondente em 2000. Ao final do primeiro semestre, o crescimento havia atingido 2,2%. Observou-se, portanto, desaceleração dos ganhos de produtividade para a indústria no país e em São Paulo, estado em que a indústria de transformação ainda apresenta resultados positivos, explicados, em parte, pelos ajustes no emprego ocorridos nos últimos meses, com a extinção, até outubro, de 19,8 mil ocupações, segundo os sindicatos patronais daquele estado.

A tendência declinante da produtividade ao longo de 2001 resultou de aumento das horas trabalhadas superior ao da produção industrial.

### Indústria de transformação: horas trabalhadas e produção

Dados dessazonalizados  
1992=100



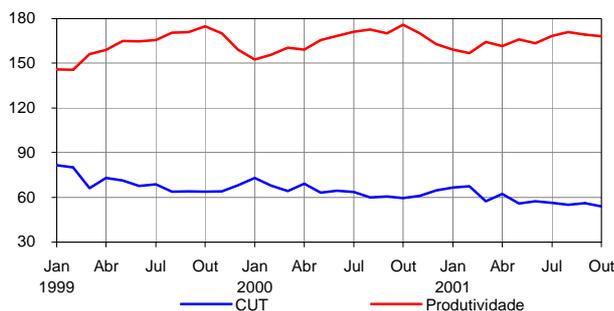
Fonte: CNI e IBGE

A análise das séries isentas de sazonalidade mostrou evolução positiva da produtividade apenas em julho e em agosto.

O cálculo do Custo Unitário do Trabalho (CUT), a partir da relação entre o total de salários pagos pelas indústrias abrangidas pela CNI e a produção da indústria de transformação, divulgada pelo IBGE, transformada em valores nominais com a utilização do Índice de Preços por Atacado - Oferta Global - Produtos Industriais (IPA-OG-PI), evidenciou queda de 2% até outubro, comparativamente a igual período de 2000, ante declínio de 3,4% registrado até junho. Observe-se que a evolução do IPA-OG-PI, que acumulou crescimento de 9,96%, até outubro, foi em parte determinada pela desvalorização cambial, que não afeta os salários.

### Custo unitário do trabalho e produtividade

1992=100



Fonte: IBGE, CNI e elaboração do Banco Central

O CUT real, por outro lado, tornou-se positivo a partir de junho. A análise da série sem influências sazonais mostrou crescimento em 5 das observações mensais até outubro, mês em que o CUT apresentou redução de 2,1%, tornando a média do trimestre agosto-outubro inferior à do período precedente.

A evolução da produtividade e do CUT, menos favorável que a observada em anos anteriores, evidencia a redução da capacidade do fator mão-de-obra de absorver elevação de custos relacionados a fatores como depreciação da taxa de câmbio e reajustes de preços administrados.

## 1.3.4 – Conclusão

O comportamento do emprego formal nos últimos meses surpreendeu positivamente. A geração de postos de trabalho favoreceu, em certa medida, a sustentação da demanda. O indicador do IBGE, que abrange outras categorias ocupacionais, mostrou acomodação da taxa de desemprego em patamar inferior ao de igual período de 2000. Entretanto, paralelamente ao crescimento da população ocupada, ocorreu redução

dos rendimentos médios reais, inibindo elevação mais acentuada da demanda. A evolução dos indicadores de consumo ratificou essa constatação.

Por outro lado, a evolução do CUT e da produtividade na indústria nos últimos meses sugere reduzida capacidade de absorção, pelo fator mão-de-obra, de elevação de custos decorrentes da depreciação do real e de reajustes dos preços administrados.

## 2 – Políticas creditícia, monetária e fiscal

### 2.1 – Crédito

O estoque de crédito do sistema financeiro mostrou crescimento no trimestre setembro a novembro, influenciado pelo incremento sazonal da atividade produtiva, a partir de setembro, após trajetória de desaquecimento iniciada em abril. Nesse sentido, o comportamento dos tomadores de crédito revelou cautela diante das incertezas no cenário econômico, tendo-se observado que a demanda por empréstimos foi direcionada, basicamente, às necessidades de recursos de curto prazo e para atender as vendas de final de ano. Relativamente à oferta de recursos, o maior risco do crédito e o aumento da inadimplência intensificaram a postura seletiva das instituições financeiras, registrando-se exigência de garantias adicionais e análise mais rigorosa na concessão de crédito.

#### Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões					
	2001				Variação	
	Ago	Set	Out	Nov	3 meses	12 meses
Total	324,7	332,7	335,3	336,1	3,5	7,4
Recursos livres	192,4	197,9	199,1	196,8	2,3	30,9
Pessoa jurídica	124,5	129,0	128,7	126,6	1,7	26,9
Cambiais	44,8	45,7	44,8	42,4	-5,3	28,9
Pessoa física	67,9	68,9	70,4	70,2	3,5	38,6
Direcionados	109,9	112,4	113,9	117,3	6,7	-13,2
Habitação	20,2	20,7	20,9	21,2	4,6	-58,5
Rural	24,0	25,0	26,0	26,7	11,5	2,0
BNDES	64,3	65,5	65,0	67,5	5,0	23,8
Outros	1,4	1,2	2,0	1,9	36,1	-43,8
Leasing	12,6	12,6	12,6	12,3	-2,0	-9,6
Setor público	9,7	9,9	9,8	9,6	-1,7	-30,1

O saldo total de crédito do sistema financeiro atingiu R\$336,1 bilhões em novembro, com expansão de 3,5% no trimestre, correspondendo à participação relativa no Produto Interno Bruto (PIB) de 27,2%, comparativamente a 26,6% em agosto.

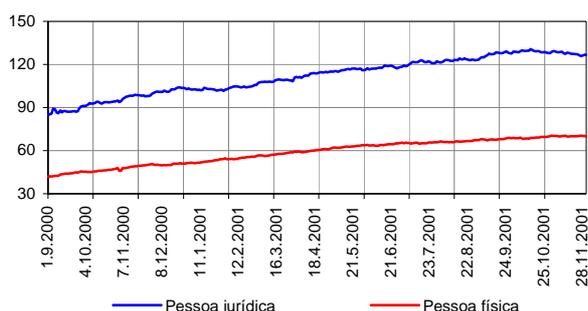
A parcela de operações representada por créditos direcionados alcançou R\$117,3 bilhões, com evolução de 6,7% no trimestre. Esse resultado foi influenciado, basicamente, pelo crescimento de 5% nas operações conduzidas pelo sistema Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), refletindo, em parte, a incorporação de encargos financeiros incidentes sobre operações com variação cambial, além dos financiamentos aos

setores industrial e de serviços. Os desembolsos do sistema BNDES acumularam R\$22 bilhões de janeiro a novembro, significando expansão de 13,9% em relação ao registrado em igual período do ano anterior. Desse total, 52,5% foram alocados à indústria e 35,4% ao setor de serviços, inclusive comércio.

Os créditos destinados ao setor rural apresentaram crescimento trimestral de 11,5%, correspondendo, principalmente, à liberação de recursos para custeio da safra de verão 2001/2002. Os financiamentos habitacionais apresentaram acréscimo de 4,6% no trimestre, alcançando R\$21,2 bilhões. No mesmo período, o conjunto das operações concedidas sob a forma de *leasing* e ao setor público totalizou R\$21,9 bilhões, registrando retração de 2,2% em relação a agosto.

#### Operações de crédito com recursos livres - saldo total

R\$ bilhões



As operações do sistema financeiro com recursos livres, que representam 58,6% do total, alcançaram R\$196,8 bilhões em novembro, revelando expansão de 2,3% no trimestre. Assinale-se que, em 2000, período caracterizado por nível de atividade econômica mais intenso e, conseqüentemente, por crescimento expressivo do volume de crédito, a variação observada em igual trimestre alcançou 15,5%.

O crédito destinado a pessoas jurídicas atingiu R\$126,6 bilhões em novembro, expandindo-se 1,7% em relação ao assinalado em agosto, ante 14,6% no período correspondente de 2000. Esse incremento decorreu do desempenho das modalidades lastreadas em recursos internos, sinalizando provável migração, tendo em vista as limitações do acesso ao mercado financeiro internacional. O volume das operações vinculadas a recursos externos, que inclui adiantamentos sobre contratos de câmbio (ACC), *export notes* e repasses externos, decresceu 5,3% no trimestre. Esse resultado refletiu o efeito da apreciação cambial sobre o saldo dessas modalidades, além da contração nas concessões de novos recursos.

O saldo das operações com pessoas físicas atingiu R\$70,2 bilhões em novembro, variação de 3,5% em relação a agosto, comparativamente ao incremento de 17,4% observado no mesmo trimestre de 2000. Essa

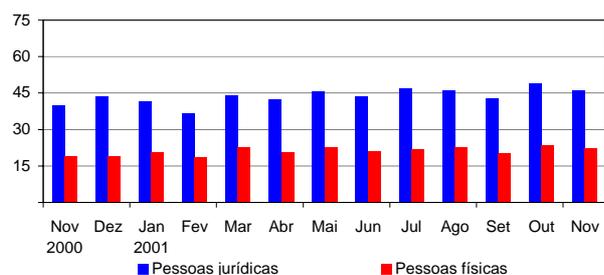
diferença é explicada, principalmente, pelo desempenho dos financiamentos para aquisição de veículos, compatível com a retração nas vendas das concessionárias de veículos automotores verificada em 2001, que, em iguais períodos, registraram crescimento de 6% e 37,9%, respectivamente.

No tocante à soma das concessões para pessoas jurídicas, observa-se que as modalidades vinculadas a recursos internos expandiram-se 3,6% em novembro, relativamente ao patamar de agosto. As novas contratações destinaram-se, primordialmente, às necessidades de recomposição de fluxo de caixa e ao atendimento das encomendas e vendas de fim de ano. Nesse sentido, as operações de capital de giro, *vendor* e desconto de duplicatas revelaram as variações mais significativas, respectivamente, 38,3%, 10,5% e 2,5%.

Em sentido inverso, nas operações lastreadas em recursos externos constatou-se redução de 21,2% no total das concessões de novembro em relação às de agosto, reflexo de queda sazonal na procura pelos financiamentos à exportação observada nesse período do ano e das oscilações na taxa de câmbio nesses meses.

#### Operações de crédito com recursos livres - concessões totais no mês

R\$ bilhões



Nas operações com pessoas físicas, as contratações registradas em novembro reduziram-se 1,1% em relação às consignadas em agosto. Cabe destacar que as modalidades cheque especial e crédito pessoal, responsáveis por 70% do total de concessões para esses tomadores, apresentaram decréscimos de 0,8% e 16,3%, respectivamente, evidenciando menor utilização do crédito bancário, devido ao recebimento de parcela do décimo terceiro salário.

As taxas de juros praticadas nas operações de crédito do segmento livre interromperam, no final do trimestre agosto a novembro, a tendência de alta iniciada em maio.

Deve-se ressaltar que, até o mês de outubro, o movimento das taxas ativas foi influenciado pela volatilidade das taxas de juros no mercado futuro, particularmente as de longo prazo. Em novembro,

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

Período	Média do mercado			% a.a.
		Pessoa jurídica	Pessoa física	
2000	Jan	42,0	29,7	65,3
	Fev	44,3	31,3	67,4
	Mar	40,3	28,1	60,2
	Abr	40,1	27,7	59,8
	Mai	39,2	25,9	56,9
	Jun	40,5	23,4	59,1
	Jul	39,7	23,3	56,9
	Ago	39,5	22,9	55,7
	Set	39,1	22,1	55,2
	Out	38,6	21,2	54,7
	Nov	37,6	21,2	52,5
	Dez	37,3	22,4	51,3
2001	Jan	35,6	20,6	48,6
	Fev	38,4	22,6	51,4
	Mar	36,3	21,3	48,3
	Abr	38,8	23,2	50,7
	Mai	38,2	22,4	49,7
	Jun	38,4	22,2	50,0
	Jul	39,4	23,1	50,9
	Ago	43,1	25,3	55,4
	Set	44,0	25,7	56,7
	Out	46,9	28,4	59,6
	Nov	43,5	25,6	55,6

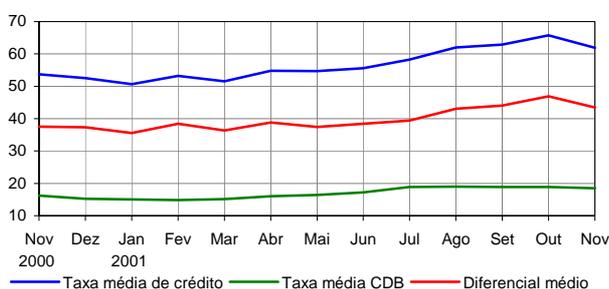
no entanto, em decorrência da redução das incertezas no mercado financeiro, as taxas recuaram para 61,9% a.a., patamar ligeiramente inferior ao de agosto. O custo de captação das instituições financeiras, representado pelas taxas de Certificado de Depósito Bancário (CDB), decresceu 0,5 p.p., situando-se em 18,5% a.a. em novembro. Em decorrência, o *spread* geral cresceu 0,4 p.p., atingindo 46,9% a.a. em novembro.

No segmento de crédito a pessoas jurídicas, a taxa média alcançou, em novembro, 44% a.a., registrando decréscimo de 0,2 p.p. em relação a agosto. A variação nessas taxas, entretanto, não ocorreu de maneira uniforme, destacando-se a alta de 2,2 p.p. em conta garantida em paralelo à diminuição de 2 p.p. em aquisição de bens. O encarecimento do crédito rotativo pode ser associado à maior demanda pelas empresas por operações de curto prazo, bem como ao crescimento da utilização do cheque especial pessoa

jurídica, que apresenta taxas mais elevadas entre os produtos desta modalidade.

**Spread entre taxas de juros de operações de crédito - média do mercado**

% a.a.



A taxa média das operações com pessoas físicas também registrou decréscimo de 0,3 p.p., atingindo 74,1% a.a. Esse resultado foi influenciado pelo incremento de 4,4 p.p. nas taxas de crédito pessoal, decorrente de análise de risco mais conservadora por parte das instituições financeiras, associado ao decréscimo de 4 p.p. no custo de aquisição de bens veículos, em virtude de campanhas de redução nos juros dos principais bancos vinculados a montadoras.

O prazo médio das operações de crédito apresentou relativa estabilidade no trimestre, enquanto, no mesmo período do ano anterior, fora registrado acentuado alongamento, principalmente no mercado de pessoas físicas. A estabilidade nos prazos das operações de crédito,

## ***Spread* bancário no Brasil: fatores de persistência e de conjuntura**

Desde 1999, com a adoção de um conjunto de medidas visando à redução dos juros e do *spread* bancário, aliado a uma conjuntura favorável, observou-se uma importante e contínua redução dessas taxas. Entretanto, desde o início de 2001, houve uma reversão desta tendência baixista em razão de diversos choques adversos vividos pela economia brasileira este ano, com aumento dos juros e do *spread* bancário. Para melhor entender o impacto do cenário desfavorável sobre a tendência de longo prazo dos *spreads*, o Banco Central desenvolveu estudo\* para investigar os motivos do comportamento desta variável, procurando identificar os fatores conjunturais que a afetam, de um lado, e a existência de comportamentos inerciais, de outro.

O método adotado no referido estudo foi um modelo ARFIMA( $p,d,q$ ), que, por apresentar a possibilidade de seu parâmetro de diferenciação,  $d$ , assumir valores não inteiros, consegue captar correlações existentes entre valores muito distantes entre si, o qual, quando no intervalo (0 ; 0,5), é chamado de longa memória. A este efeito de longa memória associa-se o componente de persistência.

Visando à generalização deste modelo, foram incluídas variáveis explicativas para a média como forma de captar os efeitos macroeconômicos e segregar a parcela referente à componente de persistência. Assim, o modelo ajustado foi:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{spread}_t = \beta_1 \Delta \text{selic}_t + \beta_2 \Delta \pi_t + \beta_3 \Delta \ln \text{indsa}_t + \beta_4 \Delta \ln \text{adm}_t + \beta_5 \Delta \ln \text{comp}_t \\ \quad + \beta_6 \Delta \text{risk}_t + \beta_7 \Delta \text{imp}_t + \omega_t \\ \omega_t \approx \text{ARFIMA}(p, d, q) \end{array} \right.$$

onde:

*spread* diferença entre as taxas de juros prefixadas médias das operações de empréstimos com recursos livres e a taxa média dos CDB prefixados de 30 dias;

*selic* média mensal das taxas Selic diárias;

$\pi$  taxa de inflação, medida pelo IGP-DI da FGV;

*indsa* nível de atividade econômica dessazonalizado, publicado pelo IBGE;

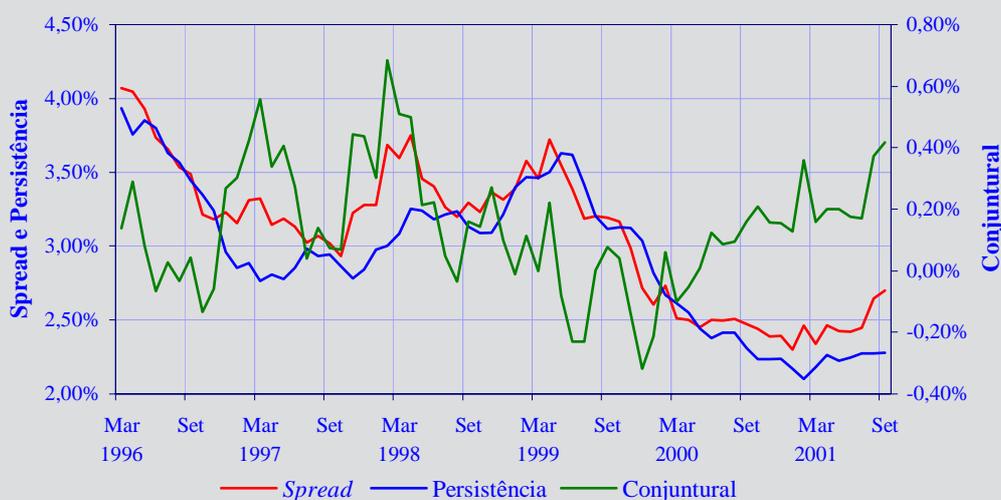
*adm* participação das despesas administrativas no volume de empréstimos com recursos livres;

*comp* taxa média dos depósitos compulsórios, calculada com base nas reservas exigíveis pelo Banco Central;

\* Koyama, S. M. e Nakane, M. I. O *Spread* Bancário Segundo Fatores de Persistência e Conjuntura. **Em:** BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Juros e *Spread* Bancário no Brasil** – avaliação de 2 anos do projeto, pp.31-36. Brasília: BCB, novembro de 2001.

- risk* média diária capitalizada mensalmente da diferença de rendimentos entre o C-Bond emitido pelo Brasil e o título do Tesouro dos EUA;
- imp* medida do peso dos impostos indiretos (PIS, Cofins, IOF e CPMF) em empréstimos de 30 dias financiados com CDB com mesma maturidade.

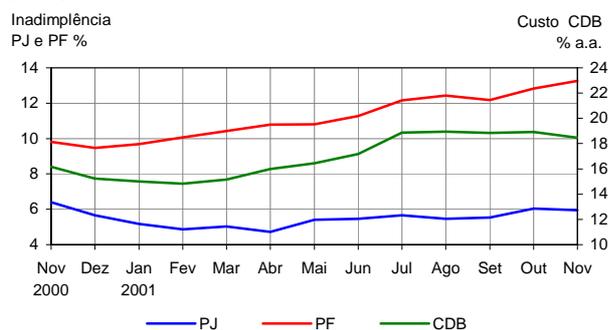
Para a estimação dos parâmetros do modelo foram utilizados os dados mensais referentes a março de 1996 a setembro de 2001. Desta forma, o gráfico abaixo apresenta a desagregação do *spread* bancário em suas duas componentes.



Analisando o comportamento do fator de persistência, verifica-se que, após maio de 2000, este encontrava-se constantemente inferior à série do *spread*, motivado pelo período anterior, marcado por constantes quedas. Em contraposição, a componente conjuntural, cujo comportamento entre fevereiro de 1998 e dezembro de 1999 mostrava uma tendência de queda, apresentou uma reversão em seu comportamento ao longo de 2000 e, no início de 2001, pressionou fortemente a elevação do *spread* bancário. Observando o período final da série, após agosto de 2001, nota-se um aumento no *spread* ocasionado exclusivamente pela componente conjuntural.

Em suma, o estudo mostra que as fortes variações recentes do *spread* causadas pelo componente conjuntural não apresentam repercussão sobre sua tendência de longo prazo (persistência), indicando que, após o período de turbulências, o *spread* bancário deve retomar sua tendência de queda.

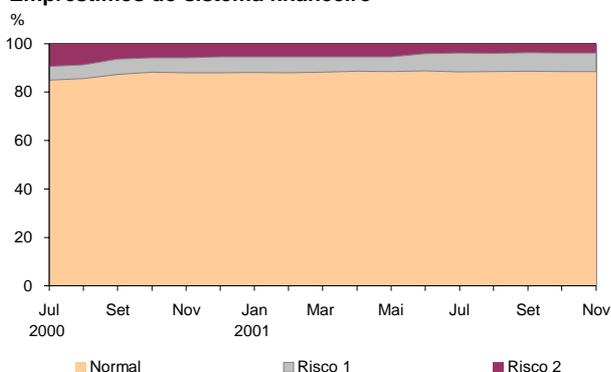
### Taxa de inadimplência e custo de captação (CDB)



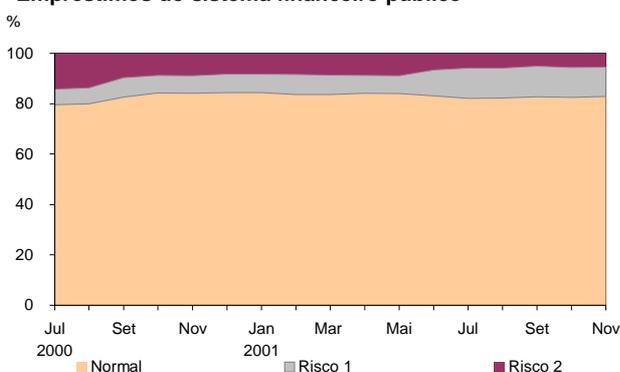
tanto a pessoas jurídicas quanto a pessoas físicas, vem sendo observada desde janeiro deste ano. Nesse sentido, no segmento de crédito às empresas, o prazo médio atingiu 100 dias em novembro, 5 dias acima do registrado em agosto, e no relativo a pessoas físicas, 298 dias, redução de 3 dias.

A inadimplência apresentou crescimento moderado no período, tanto no segmento de empresas quanto no de pessoas físicas. Em novembro, o percentual de atrasos das operações com pessoas jurídicas situou-se em 5,9%, ante 5,5% registrado em agosto. No segmento de crédito a pessoas físicas, o incremento dos atrasos foi mais acentuado, resultando em aumento da inadimplência de 0,8 p.p., totalizando 13,3%. Neste mercado, a maior deterioração foi registrada em cheque especial e aquisição de bens veículos, cujo percentual de atrasos cresceu 0,9 p.p.

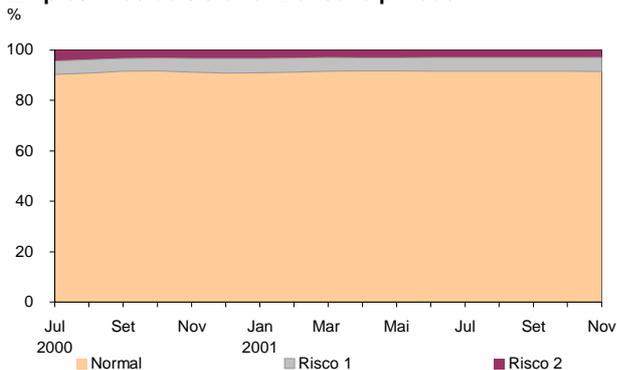
### Empréstimos do sistema financeiro



### Empréstimos do sistema financeiro público



### Empréstimos do sistema financeiro privado

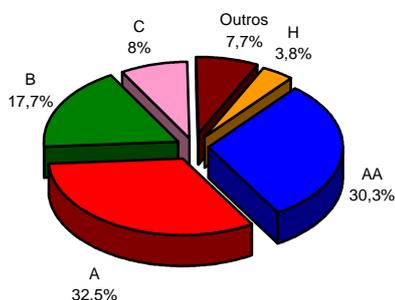


## Distribuição setorial e qualidade do crédito

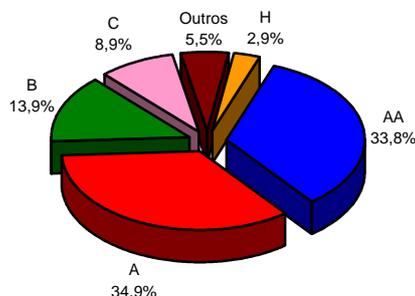
O total de crédito ao setor privado somou R\$326,5 bilhões em novembro, com aumento de 3,5% no trimestre, sobressaindo, no período, as operações com os segmentos outros serviços e indústria. A distribuição relativa dos empréstimos por níveis de risco mostra que R\$205,5 bilhões do total concedido foram registrados nos níveis AA e A, com evolução de 4,7% em relação a agosto, enquanto a parcela classificada no nível H manteve-se estável em 3,9%.

Em relação aos setores produtivos, os créditos contratados pelo segmento outros serviços alcançaram R\$60,6 bilhões em novembro, representando incremento de 6,8% no trimestre, destacando-se a liberação de recursos para telecomunicações, telefonia, transportes e energia.

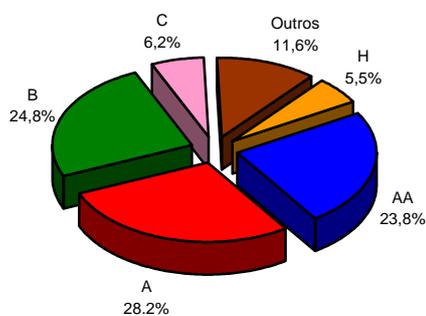
### Operações de crédito do sistema financeiro por níveis de risco - novembro 2001



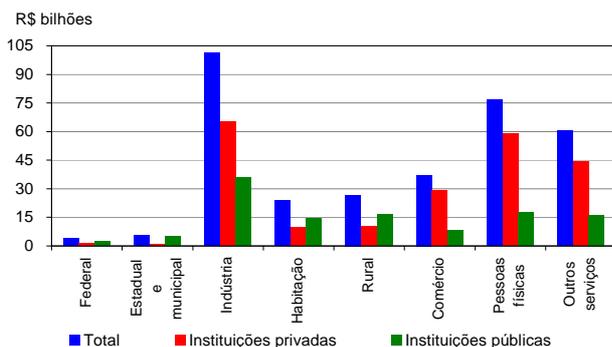
### Operações de crédito do sistema financeiro privado por níveis de risco - novembro 2001



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



### Operações de crédito do sistema financeiro por tomadores - Novembro 2001



No mesmo período, os créditos direcionados à indústria aumentaram 0,3%, atingindo R\$101,3 bilhões, constatando-se maiores desembolsos para os ramos petroquímico, automotivo e energia.

O volume de empréstimos ao comércio atingiu R\$37,3 bilhões, com evolução de 3,8%, no período de setembro a novembro, comparativamente ao incremento de 8,2% em igual período de 2000. Esse resultado decorreu da formação de estoques excedentes, em decorrência do desaquecimento da economia, inibindo a contratação de recursos relacionados às operações mercantis, a exemplo do vender e desconto de duplicatas.

Os financiamentos ao setor rural totalizaram R\$26,8 bilhões, expandindo-se 11,5% no trimestre, como reflexo do maior direcionamento de recursos obrigatórios para o custeio da safra de verão 2001/2002 e para aquisição de equipamentos agrícolas com créditos do sistema BNDES. Os desembolsos dessa instituição para investimento rural apresentaram incremento de 49,5%. A participação dos financiamentos concedidos sob a forma de investimento atingiu 47,8% do total, enquanto a de custeio alcançou 42,2%.

Com o objetivo de viabilizar o equilíbrio econômico-financeiro do setor rural, foi editada a Medida Provisória 9, em 31.10.2001, dispondo sobre a prorrogação do vencimento da parcela da dívida securitizada pelo Tesouro Nacional, de outubro para novembro, bem como sobre a redução de 32,5% do seu valor. Por intermédio da Resolução 2.902, de 21.11.2001, o Conselho Monetário Nacional (CMN) autorizou a manutenção dos atuais níveis de risco dessas dívidas, nesse período.

Os financiamentos totais ao setor habitacional, pessoas físicas e cooperativas habitacionais, atingiram R\$23,9 bilhões, com crescimento de 3,3% no trimestre. O reduzido incremento reflete, em parte, a suspensão temporária, a partir do final de agosto, de linhas de financiamento para o segmento de renda média, ocorrido após o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais, ao amparo da Medida Provisória 2.155, de 22.6.2001.

Como resultado dessas medidas, ocorreu aprimoramento na distribuição do risco da carteira habitacional, implicando crescimento de 78,2% nos ativos classificados no nível A, em detrimento da representatividade dos níveis C e D, que decresceu 38,9%. A participação dos créditos consignados no nível de risco H cresceu de 9% para 9,4%, no período.

A dívida bancária estadual e municipal apresentou saldo de R\$5,7 bilhões, registrando expansão trimestral de 1,2%, caracterizada pela correção de contratos, além de desembolsos para programas de turismo e saneamento básico. Com relação aos débitos do governo federal, o estoque atingiu R\$3,9 bilhões em novembro, com decréscimo de 5,8% no trimestre, devido à redução de estoques de créditos vinculados à variação cambial.

As operações do sistema financeiro privado, representando 65,3% do total, atingiram R\$219,6 bilhões em novembro, com expansão de 1,8% no trimestre, destacando-se os créditos destinados a outros serviços e ao setor rural. Decompondo-se a carteira de crédito por níveis de risco, constatou-se que R\$148,7 bilhões foram classificados nos níveis AA e A, representando 68,4%, enquanto a participação relativa do nível H, que exige provisionamento de 100%, situou-se em 3%.

A carteira de crédito do sistema financeiro público totalizou R\$117 bilhões, revelando acréscimo de 6,9% no trimestre, sobressaindo as operações realizadas com os setores outros serviços e rural. Na classificação por níveis de risco, observou-se que 41,4% foram registrados nos níveis AA e A, cabendo ao nível H a parcela de 5,5%.

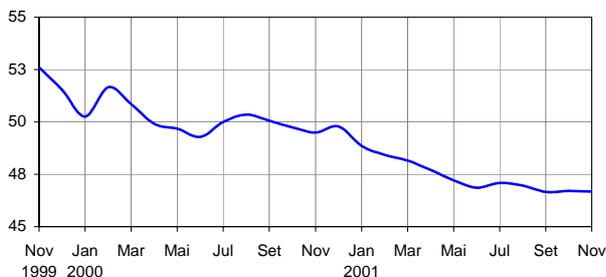
O montante de provisões constituído pelo sistema financeiro alcançou R\$22,8 bilhões em novembro, com crescimento trimestral de 5%,

para fazer face, em sua maior parte, à trajetória de risco das carteiras pessoa física e habitacional. A participação relativa das provisões sobre o total de créditos situou-se em 6,8%, praticamente o mesmo patamar de novembro de 2000. Os totais provisionados pelos bancos públicos e privados apresentaram participação percentual de 8,8% e de 5,7%, respectivamente.

## 2.2 – Política monetária

### Agregados monetários

**PMPP sazonalmente ajustado - velocidade renda<sup>1/</sup>**

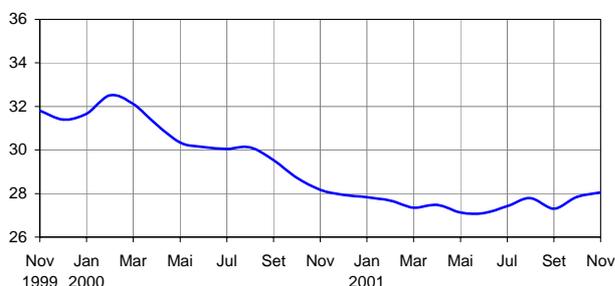


1/ Definida como a razão entre o PIB acumulado de 12 meses e valorizado pelo IGP-DI e o saldo médio mensal do agregado monetário sazonalmente ajustado.

A média dos saldos diários dos meios de pagamentos totalizou R\$68,6 bilhões ao final de novembro de 2001, expandindo-se 12,3% no período de doze meses. A média relativa ao papel-moeda em poder do público totalizou R\$25,4 bilhões e a referente aos depósitos à vista, R\$43,1 bilhões, equivalentes a variações em doze meses de 16% e 10,3%, respectivamente. O papel-moeda em poder do público, ajustando-se à evolução do nível de preços, apresentou velocidade renda estável a

partir do segundo semestre. A velocidade renda dos depósitos à vista, de forma consistente com o ritmo da atividade econômica e com a evolução do volume das operações de crédito, encerrou o mês de novembro no mesmo patamar de dezembro de 2000.

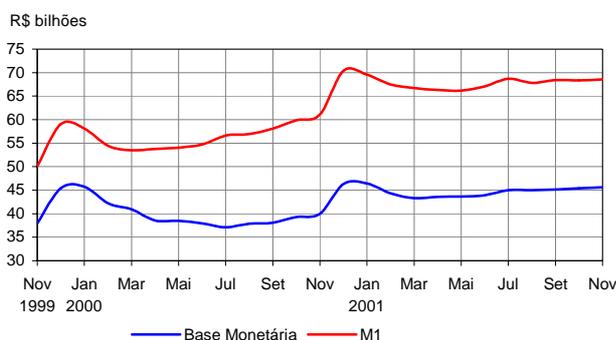
**DV sazonalmente ajustado - velocidade renda<sup>1/</sup>**



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.

O saldo médio mensal da base monetária mostrou comportamento estável no decorrer de 2001, em termos de saldo médio mensal, com discreta elevação a partir de julho, atingindo R\$45,6 bilhões ao final de novembro. O aumento percentual de 14% em doze meses deveu-se à expansão na demanda por depósitos à vista, uma vez que não houve alteração da alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista no período. Entre seus componentes, o saldo médio de papel-moeda emitido cresceu 17,1% e o de reservas bancárias, 8,4%.

### Base monetária e M1 - média dos saldos diários



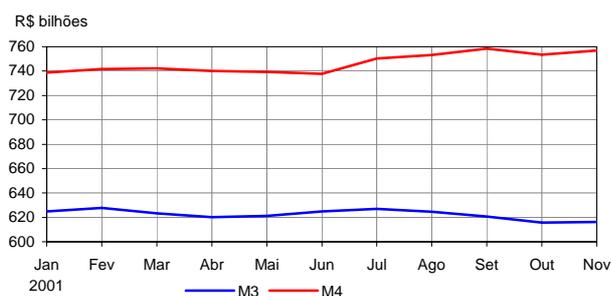
Em relação à política monetária, em setembro, foram adotadas medidas para reduzir a liquidez. Nesse sentido, a Circular 3.062, de 21.9.2001, reativou os recolhimentos compulsórios sobre recursos a prazo, elevando a alíquota de zero para dez por cento. Esses recolhimentos são exigidos em títulos federais, mediante vinculação ao Banco Central, determinando a contração da liquidez do sistema financeiro, na medida em que o cumprimento da exigibilidade implica redução da carteira livre de títulos federais das instituições financeiras ou, alternativamente, na renúncia de posições em outros ativos, entre eles ativos externos.

Simultaneamente, a Circular 3.063, de 26.9.2001, com efeitos a partir de primeiro de outubro, elevou o percentual mínimo do recolhimento compulsório sobre recursos à vista que deve ser mantido em espécie pelos bancos criadores de moeda, de 60% para 80%. Vale salientar que a alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista foi mantida em 45%, que é cumprida pelo critério de posição média em duas semanas de movimentação. Desse modo, numa perspectiva de médio e longo prazos, as aplicações dos bancos não são afetadas. A medida influenciou a administração diária das operações de tesouraria, uma vez que a parcela mantida compulsoriamente em espécie até o penúltimo dia do período de movimentação foi elevada em 20% da exigibilidade sobre recursos à vista, reduzindo, em decorrência, a margem de liquidez para retenção de moeda estrangeira no curtíssimo prazo.

Adicionalmente, o CMN reduziu, ao final de setembro, com prazo de quinze dias para enquadramento, os limites para exposição cambial das instituições financeiras. As restrições conjunturais vigentes e os prazos concedidos para o ajustamento induziram ao ajuste via redução de posições em moeda estrangeira, ao invés da capitalização ou alterações em outras posições.

### Meios de pagamento ampliados - primário<sup>1/</sup>

Base: Novembro/2001



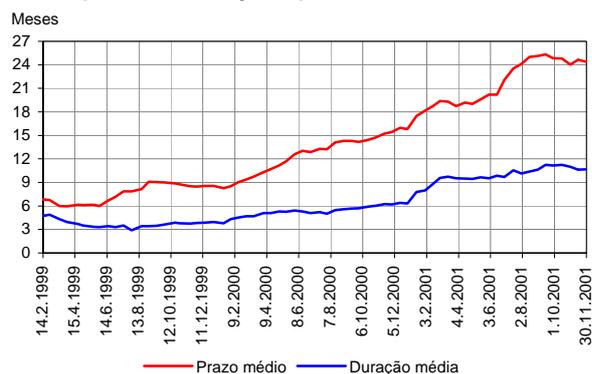
1/ Saldo nominal deduzido da capitalização média dos componentes.

Os meios de pagamento, em seu conceito mais amplo, expandiram-se 3,5% no trimestre, nível equivalente à capitalização de seus componentes, atingindo R\$756,7 bilhões ao final de novembro. Enquanto a evolução de M3 evidenciou contração primária, determinada, basicamente, pelo resultado fiscal do Governo Federal e vendas líquidas de divisas ao setor não-financeiro,

as concessões líquidas de empréstimos pelo sistema financeiro restabeleceram o nível da poupança financeira.

## Títulos públicos federais

Títulos públicos - duração x prazo médios

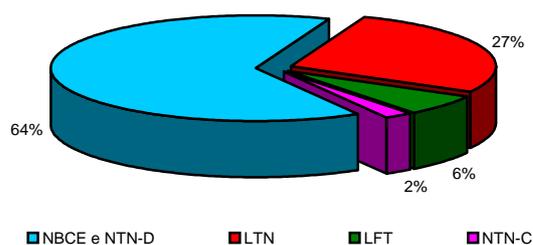


Os objetivos de longo prazo de alongamento do perfil de vencimentos e de redução da vinculação a variações de taxas de juros foi interrompido em setembro, frente à elevação de custos financeiros associada à conjuntura desfavorável para tais operações. Nos meses subsequentes, a melhora nas expectativas permitiu a retomada do processo.

O encurtamento dos prazos dos títulos dificultou o crescimento da duração da dívida mobiliária, ainda que 94% do volume colocado de setembro a 18 de dezembro não tenham sido indexados à taxa de juros. Dentre os títulos federais emitidos competitivamente, o prazo médio contraiu-se de 25,1 meses para 24,4 meses e a duração média expandiu-se de 10,6 meses para 10,7 meses, ambos entre 31 de agosto e 30 de novembro.

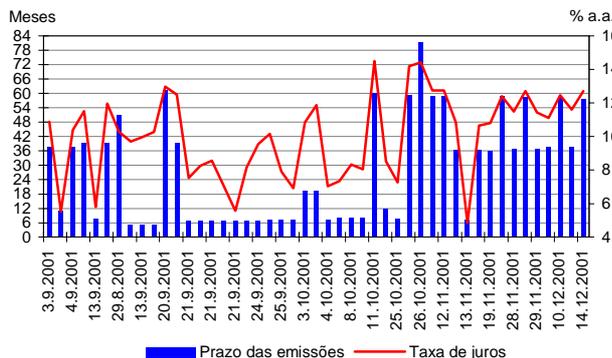
De setembro a 18 de dezembro, as operações definitivas com títulos do Banco Central resultaram em colocações de R\$16,5 bilhões, realizadas apenas no primeiro mês do trimestre e restritas a títulos cambiais (NBCE), e resgates de R\$25,6 bilhões. As operações definitivas com títulos do Tesouro Nacional registrados no Selic, por sua vez, totalizaram colocações de R\$58 bilhões e resgates de R\$46 bilhões, no mesmo período. As colocações líquidas definitivas de títulos federais ocorridas no período não se destinaram a compensar expansão monetária de outras fontes, uma vez

Emissões competitivas de títulos públicos federais 1.9.2001 a 18.12.2001



que o movimento da conta única do Tesouro Nacional e as operações do setor externo apresentaram impacto contracionista.

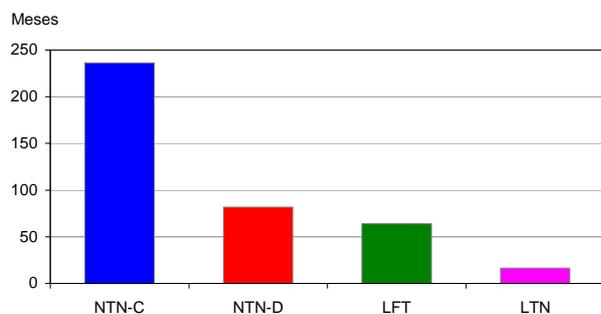
A principal motivação das colocações líquidas consistiu em ampliar a oferta de instrumentos de proteção ao mercado frente à excessiva volatilidade observada na taxa de câmbio. Nesse sentido, as colocações líquidas de títulos cambiais totalizaram R\$13,1 bilhões, em setembro, e R\$7,6 bilhões, em

**Títulos cambiais - NBCE e NTN-D**

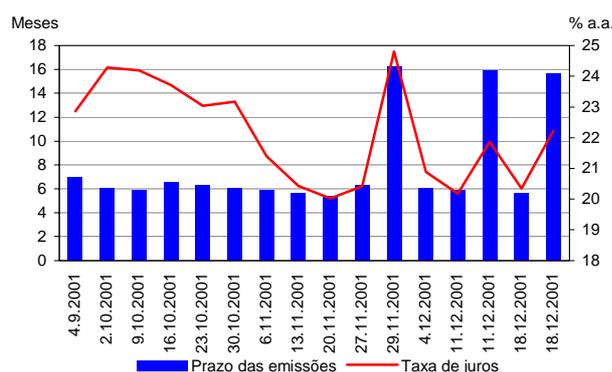
outubro, sendo revertidas para resgates líquidos de R\$3,6 bilhões, de novembro a 18 de dezembro, uma vez que a taxa de câmbio recuou, inclusive em resposta às colocações nos meses anteriores. Nesse período, os papéis indexados à taxa de câmbio responderam por 64% do volume de títulos federais colocados.

**Prazo máximo das emissões**

1.9.2001 a 18.12.2001



A partir de meados de outubro, até 18 de dezembro, os prazos de vencimento dos títulos federais com correção cambial foram ampliados, por meio de colocações de Notas do Tesouro Nacional - Série D (NTN-D) com prazo de 5 anos, emitidas a taxas médias entre 12,4% a.a. e 14,4% a.a., e com prazo de 7 anos, emitidas com taxa média de 14,4% a.a. no leilão de 26 de outubro. As Notas do Tesouro Nacional - Série C (NTN-C), indexadas à variação do Índice Geral de Preços - Mercado (IGP-M), continuaram sendo colocadas com prazos que variam entre 4 a 20 anos, a taxas ao redor de 10,5% a.a., sinalizando manutenção da expectativa do mercado quanto à taxa de juros real no longo prazo.

**Letra do Tesouro Nacional - LTN**

Os títulos federais prefixados continuaram a ser emitidos com prazo em torno de 6 meses, até o final de novembro. Em setembro e outubro, suas taxas de colocação oscilaram em torno de 23,5% a.a., enquanto a partir de novembro, em função de conjuntura mais favorável, as taxas recuaram para o patamar de 20,5% a.a. Em 29 de novembro, por meio de leilão de oferta firme, as Letras do Tesouro Nacional (LTN) voltaram a ser emitidas com prazo de um ano, à taxa média de 24,8% a.a., após terem sido suspensas desde março.

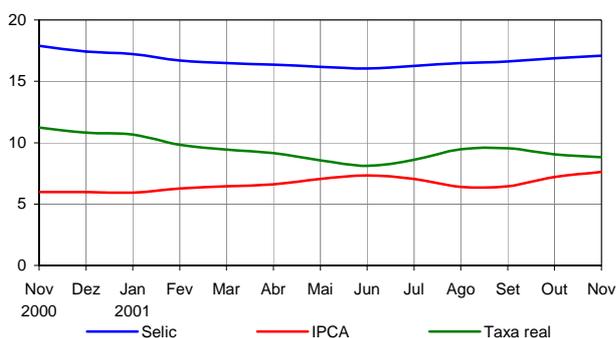
Os títulos pós-fixados do Tesouro Nacional, Letras Financeiras do Tesouro (LFT), tiveram emissões suspensas em 10 de outubro. Esse procedimento pode ser atribuído tanto à estratégia de reduzir a vinculação da dívida mobiliária federal à taxa de juros quanto à redução da demanda

do mercado por essa modalidade de papel. Em setembro, o ágio médio sobre a taxa Selic situou-se em torno de 0,34% a.a., enquanto em outubro observaram-se quedas no ágio médio, para 0,16% a.a. e 0,24% a.a., obtido com cortes no volume ofertado.

## Taxa de juros real e expectativas de mercado

### Taxa de juros real deflacionada pelo IPCA

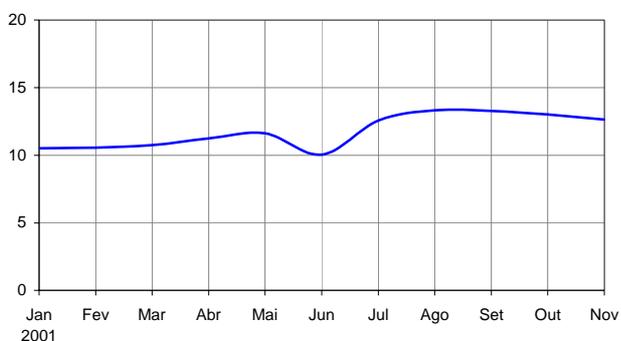
% acumulado em 12 meses



A taxa Selic real *ex-post* acumulada em 12 meses, deflacionada pelo IPCA, manteve-se abaixo de 10% desde fevereiro. O crescimento do IPCA em outubro, devido a reajustes pontuais nos grupos alimentação e combustíveis, contribuiu para arrefecer o incremento da taxa real.

### Taxa de juros real ex-ante

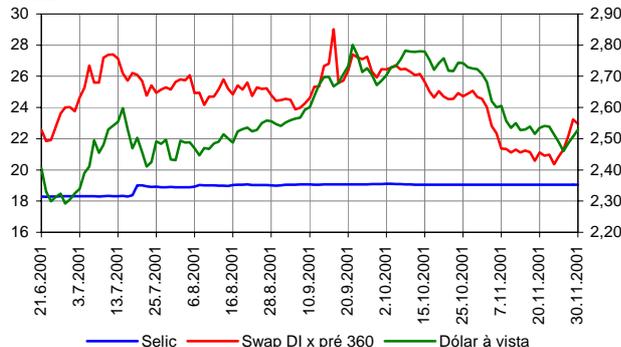
Para 12 meses



A expectativa do mercado para a evolução da taxa de juros real, definida como a relação entre a taxa Selic efetiva no mês e a expectativa de variação do IPCA em doze meses, manteve-se estável no patamar de 10% a.a., no primeiro semestre. Com a elevação da taxa básica de juro em julho, a taxa real *ex-ante* registrou incremento de aproximadamente 3 p.p. no quadrimestre subsequente. Em novembro, refletindo expectativas menos favoráveis quanto ao comportamento dos preços, situou-se em 12,6%.

### Selic x swap pré x dólar

% a.a.

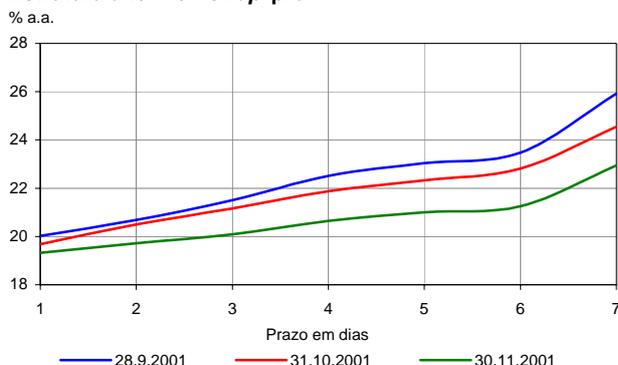


As medidas adotadas pelo Banco Central, visando restringir a liquidez do sistema financeiro e diminuir a exposição cambial das instituições financeiras, surtiram efeito em outubro, revertendo o movimento alavancado pelos atentados de setembro. Contribuíram ainda para esse movimento a diferenciação do risco Brasil em relação ao risco Argentina, os resultados positivos da balança comercial e a diminuição da necessidade de financiamento do balanço de pagamentos. Nesse contexto, a taxa de câmbio, que chegou a superar R\$2,80, retornou ao patamar de R\$2,30, em meados de dezembro.

Os juros no mercado futuro, definidos pela taxa dos contratos de *swaps* DI x pré de 1 ano, atingiram 29% a.a. logo após o ataque aos EUA, reflexo do nível de risco naquele momento, produzindo diferencial de 10 p.p. em relação à Selic.

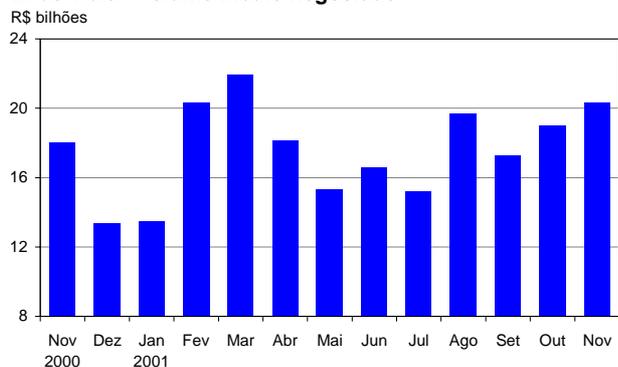
A evolução do cenário externo e a melhora nos fundamentos da economia brasileira contribuíram para a recuperação das bolsas e apreciação do real, revertendo as expectativas pessimistas que nortearam o mercado desde o segundo trimestre. As taxas dos *swaps* prefixados de 1 ano diminuíram de patamar, sendo negociadas, no final de novembro, a 23% a.a.

#### Estrutura a termo - swap pré



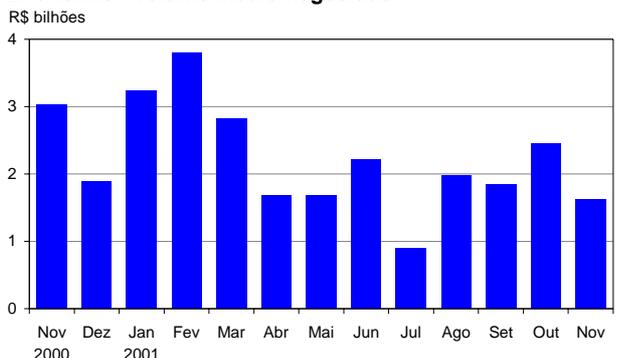
A reversão das expectativas promoveu a redução mais acentuada na inclinação da curva de juros desde dezembro de 2000. A taxa do contrato de 1 ano apresentou redução de 1,6 p.p., enquanto o contrato de 30 dias diminuiu 0,4 p.p. A diferença entre esses contratos declinou para 3,6 p.p.

#### DI de 1 dia - volume médio negociado



O volume negociado na Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), em contratos futuros de DI de 1 dia, registrou média diária de R\$20,3 bilhões em novembro, com crescimento pelo segundo mês consecutivo. Os principais responsáveis por esse aumento foram a migração para o contrato com vencimento em março de 2002, e a abertura de novos contratos com taxas menores, acompanhando a queda das taxas de juros.

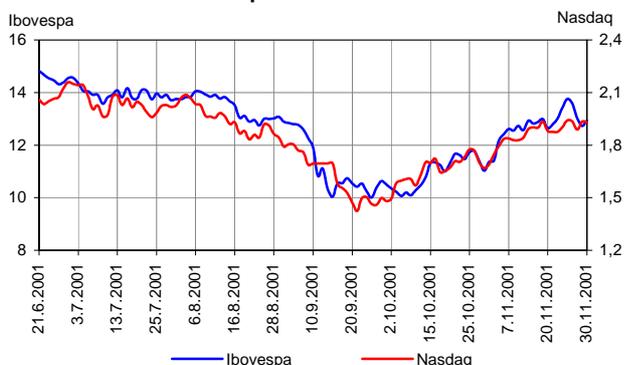
#### DI a termo - volume médio negociado



O cenário adverso verificado a partir de março diminuiu o volume negociado em contratos a termo de DI com ajuste, atingindo o mínimo em julho. O aumento das incertezas levou os investidores a manterem posições nos contratos com vencimento em abril de 2002 entre março e a segunda quinzena de outubro, reduzindo o prazo de 13 meses para menos de 6 meses. No final de outubro, os agentes migraram para o contrato com vencimento em julho de 2002, aumentando o prazo para 8 meses.

## Mercado de capitais

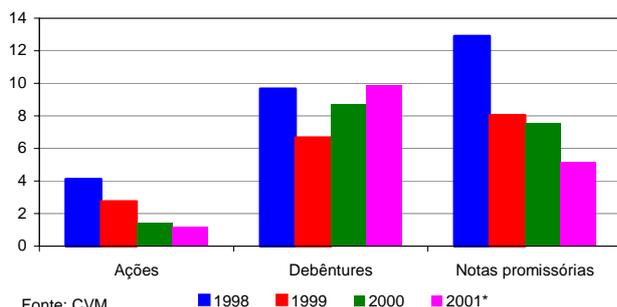
### Bolsas de valores - mil pontos



O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) registrou forte queda em setembro, acentuando a tendência iniciada em agosto. O baixo valor das empresas em dólares ofereceu grande oportunidade de investimento, ressaltando-se a contribuição da apreciação do real e a melhora nas expectativas do mercado. Nesse contexto, o índice recuperou 6,9% em outubro e 13,8% em novembro, retornando ao patamar de agosto. Assinale-se o interesse pelos papéis brasileiros, confirmado pelo aumento no volume médio negociado em novembro, em torno de R\$683 milhões, 28% maior que o assinalado no mês anterior.

### Emissão primária no mercado de capitais

R\$ bilhões - acumulado no ano

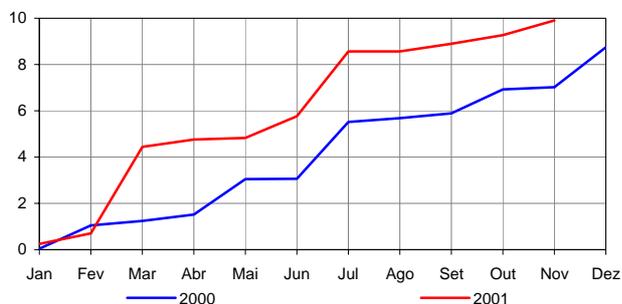


Fonte: CVM  
\* Até novembro.

O aumento do custo do crédito bancário e a maior restrição a recursos externos impulsionou a busca, pelas empresas, de fontes alternativas de financiamento no mercado de capitais, mais especificamente em debêntures, cujo volume apresenta crescimento positivo em detrimento dos recursos captados por meio de novos lançamentos de ações ou notas promissórias.

### Debêntures

R\$ bilhões - acumulado no ano



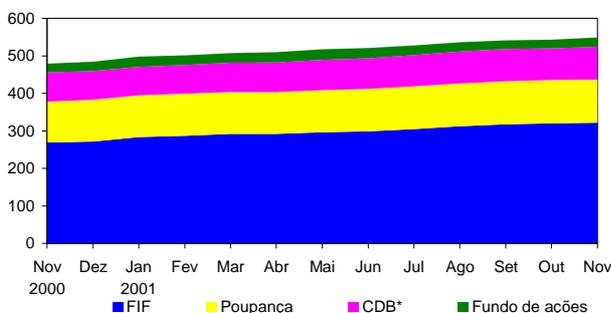
Fonte: CVM

A captação por meio de debêntures apresentou forte crescimento nos últimos dois anos, chegando nesse ano a ultrapassar o total de emissões de 1998, período de melhor desempenho do mercado primário. As empresas estão utilizando esse instrumento para projetos de investimento e para reorganização do capital e reestruturação de dívidas, trocando dívida bancária por mobiliária, com prazo médio de 5 anos. Até novembro, foram registradas captações de R\$9,9 bilhões pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), das quais 64% referenciadas em DI, 23% em IGP-M e 13% em TJLP.

## Aplicações financeiras

### Evolução patrimonial - aplicações financeiras

R\$ bilhões



\* Exclui CDB da carteira dos FIF.

O saldo total dos recursos aplicados em caderneta de poupança, fundos de investimentos financeiros (FIF), fundos de ações e depósitos a prazo (CDB) totalizou R\$546,5 bilhões em novembro, apresentando crescimento de 1,9% em relação a agosto. No período, destaca-se a perda de recursos dos FIF e a perda de valor dos fundos de ações provocada pela volatilidade no mercado.

Os FIF alcançaram patrimônio líquido de R\$320,2 bilhões em novembro, com crescimento de 2,6% no trimestre. Observou-se, nesse período, diminuição no crescimento do patrimônio dos FIF devido à migração de recursos para os CDB, aplicação direta em títulos cambiais do governo federal e aumento do pagamento de dívidas por parte das empresas. No ano, os FIF acumularam rentabilidade nominal de 16,2% e real, considerado o IPCA como deflator, de 8,6%, ante 9,9% no mesmo período do ano anterior.

Os fundos de ações encerraram novembro com patrimônio líquido de R\$24,5 bilhões, registrando perda de 2% em relação a agosto. Em setembro, influenciado pela queda do Ibovespa, o segmento apresentou rentabilidade negativa de 7%. A mudança do cenário econômico em outubro e novembro proporcionou recuperação dos fundos, registrando-se rentabilidades positivas de 2,6% e 4,9% respectivamente. Em consequência, os fundos de ações apresentaram rentabilidade de 0,1% no trimestre, acumulando ganho de 0,7% no ano.

O saldo da caderneta de poupança registrou crescimento de 1,9% de setembro a novembro, encerrando o trimestre com R\$116,4 bilhões. Esse desempenho resultou da captação líquida de R\$1,3 bilhão registrada em novembro, motivada, basicamente, pelo pagamento de parcela do 13º salário. A taxa de remuneração média, 0,7% a.m., constitui-se na maior restrição à competitividade da modalidade entre as demais opções de investimento.

Os CDB apresentaram forte captação, em especial os referenciados em DI e os pós-fixados, devido à flexibilidade para ajustes a novos patamares de taxas de juros. No trimestre, o saldo cresceu 3,2%, alcançando R\$106,9 bilhões ao final de novembro. A rentabilidade nominal dos CDB alcançou 16,1% no ano.

## 2.3 – Resultado fiscal do Governo Central

O Governo Central, incluindo Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central, registrou superávit primário de R\$2,2 bilhões em outubro, reflexo de superávit de R\$3,2 bilhões obtido pelo Tesouro Nacional e de déficits de R\$954 milhões e R\$51 milhões consignados pela Previdência Social e pelo Banco Central, respectivamente.

Com o resultado de outubro, o superávit do Governo Central acumulado no ano elevou-se para R\$25,9 bilhões, total R\$4,6 bilhões superior ao previsto pelo governo para 2001. Como proporção do PIB, o superávit totalizou 2,7%, representando elevação de 0,3 p.p. ante o apurado no mesmo período ano anterior. Essa evolução foi favorecida pelo aumento das receitas do Tesouro Nacional, que passaram de 16,5% do PIB, até outubro de 2000, para 17,6% neste ano. Entre os fatores que contribuíram para esse desempenho cabe destacar:

- a) a mudança na forma de tributação do setor de combustíveis e no pagamento por substituição pelo setor automotivo, impactando positivamente a arrecadação da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e do Plano de Integração Social/ Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/ Pasep);
- b) a depreciação da taxa de câmbio, que afetou as receitas do Imposto de Renda retido na Fonte (IRRF);
- c) o pagamento de *royalties* sobre petróleo e participação especial (Lei 9.478/1997);
- d) dividendos pagos à União, além de receitas e taxas parafiscais.

O superávit primário do Tesouro Nacional acumulado até outubro totalizou R\$35 bilhões, representando 3,6% do PIB e superando em R\$6,2 bilhões o relativo ao mesmo período de 2000. As receitas somaram R\$172,2 bilhões, aumento de 1,2 p.p. do PIB, enquanto as transferências a estados e municípios cresceram 0,2 p.p. do PIB, em decorrência, fundamentalmente, do aumento no imposto de renda. As despesas cresceram de 9,6% do PIB para 10,2% do PIB, no período.

No acumulado do ano, as despesas totalizaram R\$156,9 bilhões, superando em 15,6% as apuradas em 2000. Os itens “pessoal e encargos” e “custeio e capital” cresceram 15,2% e 17,8%, respectivamente, atingindo 5,2% e 5 % do PIB. A elevação dos gastos com pessoal deveu-se, em grande parte, ao realinhamento de salários para algumas carreiras estratégicas do setor público. O aumento de recursos destinados à área de saúde e o incremento nas despesas com subsídios à agricultura e às exportações foram responsáveis pela evolução das despesas de custeio e de capital.

Até outubro, o déficit da Previdência Social alcançou R\$8,6 bilhões, expandindo-se 28,5% em relação ao registrado no mesmo período de 2000. A arrecadação apresentou elevação de 12,1%, totalizando R\$48,8 bilhões, assinalando-se que parte desse ganho esteve vinculado ao esforço de recuperação de receitas e aos reajustes na tabela de contribuições. Quanto às despesas, os benefícios previdenciários somaram R\$57,4 bilhões, elevação de 14,3%, resultante, basicamente, do aumento de 11,4% do valor médio dos benefícios pagos.

## **Necessidade de financiamento do setor público**

A meta de superávit primário para o setor público consolidado estabelecida com o Fundo Monetário Internacional (FMI) para o corrente ano foi superada em R\$4 bilhões, em outubro. Esse resultado, além de ratificar o esforço fiscal empreendido pelo setor público ao longo de 2001, emprestou à política fiscal papel fundamental para que o país pudesse enfrentar as adversidades externas da economia mundial, contribuindo para a redução do risco e para a manutenção da estabilidade econômica.

## **Projetos pendentes de aprovação no Congresso Nacional**

### **Posição em 30.11.2001**

#### **1. Regulamentação da Reforma Administrativa**

1.1. instrumento legal: lei complementar (PLC 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, onde foi aprovada na Comissão de Constituição e Justiça, em 22.11.2000. Aguarda parecer na Comissão de Trabalho.

1.2. instrumento legal: emenda constitucional (PEC 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, independentemente do limite estabelecido no subteto, 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 e na Comissão Especial, em 12.1.2000. Aguarda votação em plenário, para depois ser encaminhada à apreciação do Senado Federal.

#### **2. Regulamentação da Reforma Previdenciária**

2.1. instrumento legal: emenda constitucional (PEC 136/1999) – institui a contribuição previdenciária dos inativos do setor público e dos militares;

- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada admissibilidade na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados, em 10.11.1999. Encontra-se em fase de audiências públicas na Comissão Especial, para depois ir a plenário da Câmara e, em seguida, ser encaminhada à apreciação do Senado Federal.

2.2. instrumento legal: lei complementar (PLP 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 – encontra-se em processo de votação, em turno único, na Câmara dos Deputados.

### **3. Imposto sobre Grandes Fortunas**

- instrumento legal: lei complementar (PLP 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 no Senado Federal e na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados, aguarda votação no plenário da Câmara.

### **4. Orçamento Mandatório**

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 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. Exclusão do setor elétrico do processo de privatização**

- instrumento legal: lei ordinária (PLS 32, de 2001) – altera a Lei 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 e de empresas públicas ou sociedades de economia mista, que exerçam atividades de competência exclusiva da União, de que tratam os incisos XI e XXIII do artigo 21 e a alínea “c” do inciso I do artigo 159 da Constituição Federal, 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 – aprovada na Comissão de Constituição e Justiça do Senado Federal e encaminhada à Comissão de Assuntos Econômicos, em 24.4.2001.

## **6. Reforma Tributária**

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 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 no plenário da Casa.

## **7. Diretrizes nacionais para o saneamento básico**

- instrumento legal: lei ordinária (PL 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;
  - d) 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.

## **8. Conselho de Gestão Fiscal/Lei de Responsabilidade Fiscal**

- instrumento legal: lei ordinária (PL 3.744/2000) – institui o Conselho de Gestão Fiscal, conforme disposto no artigo 67 da Lei Complementar 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.

## **9. Prorrogação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF)**

- instrumento legal : emenda constitucional (PEC 382/2001) – prorroga a vigência da contribuição, de 16.6.2002 até 31.12.2003;
- estágio de votação no Congresso Nacional - aprovada na Comissão Especial da Câmara dos Deputados em 11.12.2001. Antes de ser encaminhada ao Senado Federal, será submetida a dois turnos de votação na Câmara.

## **10. Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) e Imposto sobre Serviços (ISS)**

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 383/2001) – altera o Sistema Tributário Nacional visando, basicamente, a estabelecer uma legislação única para o ICMS, estruturada segundo lei complementar, e a coibir a guerra fiscal praticada ao amparo do ISS de competência dos municípios;

- estágio de votação no Congresso Nacional – em tramitação na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados.

## **11. Desoneração da incidência do PIS/Pasep e da Cofins**

- instrumento legal: lei ordinária (PL 4.941/2001) – incentiva a diversificação da matriz energética do país, fomentando a utilização de gás natural e de carvão mineral na geração de energia elétrica, mediante desoneração da incidência das contribuições para o PIS/Pasep e da Cofins na cadeia de comercialização daqueles insumos;
- Estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Câmara dos Deputados em 19.9.2001, encontra-se na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

## **12. Lei de falências e concordatas**

- instrumento legal: lei ordinária (PL 4.376–A/1993) – institui e regula a recuperação e a liquidação judicial das sociedades comerciais e civis de fins econômicos, das sociedades de economia mista, das sociedades cooperativas e das pessoas físicas que exerçam atividade econômica em nome próprio e de forma organizada, com objetivo de lucro.

A proposta amplia o objeto da legislação atual, ao estender sua aplicação, hoje restrita a comerciantes, a toda pessoa física ou jurídica com atividade econômica.

O enfoque da concordata é alterado, passando a mesma a ser tratada como recuperação da empresa em crise e não, como um estado que precede à falência, como tem ocorrido de fato.

Outra mudança refere-se a sujeitar à moratória não apenas os credores portadores de títulos sem garantias, mas também os credores detentores de hipotecas, notas de crédito, créditos fiscais e tributários, que hoje não estão sujeitos aos efeitos da concordata. As exceções serão as dívidas trabalhistas de até R\$30 mil para grandes empresas e R\$15 mil para micro e pequenas empresas.

No caso de liquidação judicial, duas mudanças básicas foram propostas: a primeira, é obrigar a venda do patrimônio da empresa imediatamente após a decretação da falência; a segunda, é o fim da concordata suspensiva, ou seja, uma moratória decretada em processos de falência, depois de definidos os credores. A exceção é feita no caso de arrendamento da empresa para trabalhadores que sejam seus credores.

Prevê ainda que as empresas em recuperação não paguem nenhum tipo de multa; na liquidação judicial, as multas só serão pagas após quitadas as dívidas com todos os credores.

- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada na Comissão Especial da Câmara dos Deputados, aguarda votação em plenário; posteriormente será encaminhada ao Senado Federal.

### **13. Regulamentação do Sistema Financeiro Nacional**

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 53/1999) – a proposta altera o inciso V do artigo 163 e o artigo 192 da Constituição Federal, bem como o artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias. A simplificação do texto do artigo 192, mediante a revogação dos incisos e parágrafos e a disposição de que a regulamentação poderá ser feita em leis complementares objetiva facilitar a tarefa da regulamentação, que poderá ser realizada de forma fracionada, no conteúdo e no tempo, podendo abordar separadamente a disciplina dos diversos mercados que compõem o Sistema Financeiro;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aprovada no Senado Federal, foi encaminhada para apreciação na Câmara dos Deputados. Em 8.8.2001 foi aprovado o parecer do relator na Comissão Especial. Aguarda votação em plenário.

### **14. Código de Defesa do Contribuinte**

- instrumento legal: lei complementar (PLC 646/1999) – dispõe sobre os direitos e garantias do contribuinte, de modo a reduzir ou eliminar os atributos de fragilidade deste na sua relação tributária com o aparelho estatal;
- estágio de votação no Congresso Nacional – aguarda votação no Senado Federal e depois, será encaminhada à Câmara dos Deputados.

O superávit primário do setor público até outubro de 2001 é explicado, principalmente, pela arrecadação dos governos, mesmo em um cenário de relativa estabilidade econômica. Assim, o resultado atingiu R\$44,2 bilhões, 4,6% do PIB, comparativamente ao superávit de R\$36,1 bilhões, 4,1% do PIB, registrado em igual período do ano anterior.

O bom desempenho primário das contas públicas é observado em todas as esferas do setor público. Governo federal, Banco Central do Brasil e Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) foram responsáveis por superávit de R\$27,1 bilhões, 61,2% do total, os governos estaduais, por R\$7 bilhões, 15,7%, os governos municipais, por R\$2,7 bilhões, 6,1%, e as empresas estatais, por R\$7,5 bilhões, 17% do superávit global.

A apropriação de juros nominais, nos dez primeiros meses de 2001, alcançou R\$71 bilhões, 7,3% do PIB, comparativamente a R\$67,3 bilhões, 7,5% do PIB, no ano anterior. A relativa estabilidade dos juros apropriados decorreu, principalmente, da evolução da taxa Selic, que acumulou 14,6% nos primeiros dez meses de 2000 e 14% no período correspondente em 2001.

Relativamente às necessidades de financiamento do setor público (NFSP), no conceito nominal, registrou-se redução em virtude dos melhores resultados primários, que absorveram parte da apropriação de juros. Assim, até outubro de 2001, o resultado nominal alcançou R\$26,7 bilhões, 2,7% do PIB, valor R\$4,5 bilhões inferior ao apurado em igual período de 2000.

Incorporando-se a desvalorização cambial sobre o estoque da dívida mobiliária indexada ao câmbio, as necessidades de financiamento somam R\$74,5 bilhões, 7,6% do PIB, nos dez primeiros meses de 2001. No mesmo período de 2000, o resultado nominal atingiu R\$38 bilhões, 4,2% do PIB. Essa diferença reflete a depreciação de 38,5% do real em 2001, ante 6,7% até outubro de 2000.

## **Dívida líquida do setor público e dívida bruta de governos**

A dívida líquida do setor público (DLSP) alcançou, em outubro, R\$675 bilhões, equivalente a 54,4% do PIB, ante R\$563,2 bilhões, 49,4% do PIB, em dezembro de 2000. O crescimento de 5 p.p. reflete a depreciação do real e o aumento da taxa Selic, a partir de

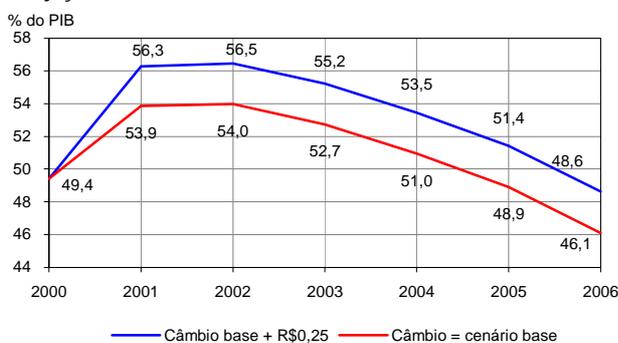
março, como resposta ao agravamento do cenário econômico internacional.

A depreciação do real constituiu-se no principal motivo da elevação da razão dívida/PIB. Os ajustes metodológicos da dívida interna indexada ao câmbio e da dívida externa somaram R\$87,7 bilhões, o que significa impacto de 7,4% do PIB na DLSP. Assim, retirando-se esse impacto, a dívida atingiria 47% do PIB, ou seja, apresentaria redução de 2,4 p.p.

Relativamente à elevação da taxa Selic, o impacto direto totalizou 0,4 p.p. do PIB, evidenciando a exposição imediata mais acentuada da dívida à taxa de câmbio. Entretanto, ressalte-se que a elevação das taxas de juros tem impacto sobre o crescimento da economia, com desdobramentos quanto à deterioração da razão dívida/PIB.

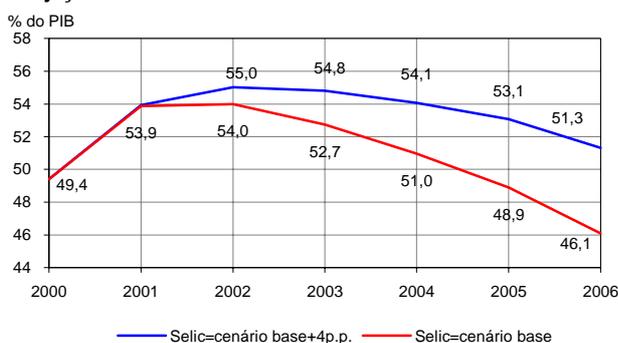
O impacto da taxa de câmbio sobre a DLSP pode ser observado a partir dos resultados de projeções em dois cenários distintos. O cenário base considera a taxa de câmbio nominal fixa e o cenário alternativo, a taxa inicial acrescida de R\$0,25/US\$.

#### Projeção da DLSP



No cenário base, a trajetória da dívida/PIB mostra elevação em 2001, associada à depreciação cambial; estabilidade em 2002; e tendência de queda nos demais anos, alcançando 46,1% em 2006. Com o acréscimo de R\$0,25/US\$ no câmbio, a razão dívida/PIB apresentaria comportamento similar, mas em patamar significativamente maior, alcançando 48,6% em 2006. Esse cenário evidencia o impacto da depreciação cambial sobre a dívida, mostrando que não ocorre mudança na trajetória da dívida, mas alteração do seu patamar.

#### Projeção da DLSP



No caso de aumento da taxa Selic, o efeito sobre a razão dívida/PIB é distinto, conforme pode ser depreendido da análise do gráfico que registra o comportamento da razão dívida/PIB entre 2001 e 2006. Nesse caso, a elevação da Selic em 4 p.p. implica redução considerável da

velocidade de queda da relação dívida/PIB no período 2003 a 2006, distanciando-a da projeção do cenário base.

A dívida bruta do governo geral, que inclui o Governo Federal e os governos estaduais e municipais, atingiu R\$900,9 bilhões, 72,6% do PIB, com aumento de 7,2 pontos de percentagem do PIB em relação à posição de dezembro de 2000. Esse aumento, que superou a elevação da DLSP, também está relacionado, principalmente, à desvalorização cambial. Entretanto, a partir de setembro, reflete as trocas de títulos do Banco Central em mercado por títulos do Tesouro Nacional, neutras em relação à DLSP, mas com impacto na dívida bruta do governo geral.

## **Dívida mobiliária federal**

No período de julho a outubro de 2001, a dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, elevou-se de R\$597,3 bilhões para R\$637,1 bilhões. Foram determinantes para este resultado a incorporação de juros e as vendas líquidas de R\$19,6 bilhões em títulos cambiais.

A depreciação cambial de 11,3% do real frente ao dólar, naquele período, determinou elevação da dívida mobiliária cambial de R\$165,8 bilhões para R\$209,3 bilhões, o que refletiu no aumento da participação desses papéis no total da dívida mobiliária federal, de 27,8% para 32,9%. No mesmo período, constataram-se resgates de títulos não indexados ao câmbio no total de R\$18,5 bilhões, com a participação da dívida prefixada passando de 10,2% para 8,3%, e a indexada à taxa Selic reduzindo-se de 51,5% para 48,8%.

## **2.4 – Conclusão**

A evolução do estoque de crédito contratado junto ao sistema financeiro, no período de setembro a novembro, esteve associada às incertezas que prevaleceram no cenário econômico, determinando maior cautela por parte dos tomadores de crédito, tanto empresas como famílias, no

que se refere ao comprometimento futuro da renda, evitando compromissos de médio e longo prazo. Quanto às instituições financeiras, assinale-se sua postura mais seletiva na concessão de créditos, paralelamente à elevação dos *spreads* bancários.

A trajetória das taxas de juros concorreu de forma restrita para o aumento da relação dívida/PIB em 2001, que tem como fator preponderante a depreciação cambial. Assim, a apreciação cambial no final do ano permitirá a redução do indicador dívida/PIB. Além disso, a continuidade do ajuste fiscal possibilitará a aceleração da trajetória de queda da razão dívida/PIB, contribuindo para o crescimento econômico com estabilidade.

## 3 – Economia internacional

Os desdobramentos dos atentados terroristas ocorridos em setembro nos Estados Unidos constituíram-se em fator adicional de incerteza ao cenário econômico internacional, caracterizado pelo arrefecimento na atividade econômica, com quedas nas cotações das principais bolsas do mundo e nos preços das *commodities* e aversão ao risco inerente às economias emergentes.

Apesar das medidas de expansão monetária adotadas nas principais economias avançadas, persiste o cenário de contração do nível de atividade mundial. Nesse sentido, a recessão na economia norte-americana, paralelamente à desaceleração registrada no Japão e na Europa, deverá contribuir para a duração e severidade da crise.

Assinale-se que este grau de sincronia da crise global é particularmente adverso para as economias em desenvolvimento, que se vêem confrontadas com a contração da demanda mundial, a redução do fluxo de capitais e, principalmente, a volatilidade dos preços dos produtos básicos.

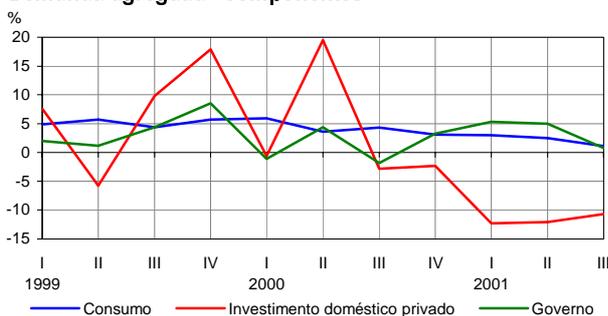
Nesse contexto, o FMI, em seu último relatório sobre as perspectivas da economia mundial, reviu as previsões de crescimento do produto mundial em 2001 para 2,4%, ante 3,2%, em maio do corrente ano. Para 2002, o FMI projeta crescimento global de 2,4%.

Registre-se que embora exista significativa dispersão nas projeções do mercado para 2002, há consenso de que a retomada do crescimento econômico mundial ocorrerá a partir do terceiro trimestre do próximo ano.

### 3.1 – Estados Unidos

De acordo com o *Business Cycle Dating Committee*, do *National Bureau of Economic Research*, a economia americana encontra-se em recessão desde março deste ano, evidenciando o término do ciclo de expansão iniciado há dez anos. Assinale-se que a economia americana vem-se caracterizando por comportamentos distintos entre setores e agentes econômicos. Dessa forma, enquanto o setor industrial apresentou contração por quatro trimestres seguidos, o setor de serviços manteve consistente trajetória de crescimento. Além disso, se as empresas iniciaram há cerca de seis meses processo de corte de investimentos, redução da produção e demissão de trabalhadores, as famílias estão respondendo ao novo ambiente econômico com alguma defasagem, na medida em que apenas no terceiro trimestre deste ano as despesas pessoais de consumo, as vendas no varejo e o crédito ao consumidor emitiram sinais de desaceleração.

**Demanda agregada - componentes<sup>1/</sup>**

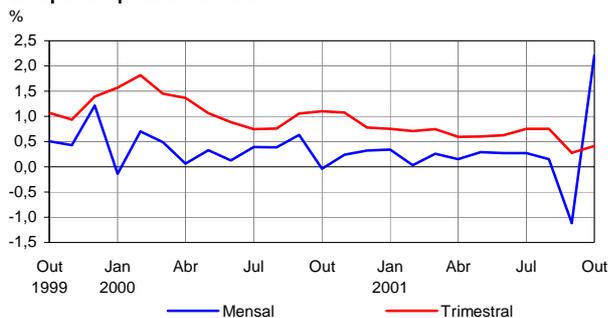


Fonte: *Bureau of Economic Analysis*

1/ Variação trimestral anualizada, dessazonalizada e deflacionada.

A economia americana apresentou contração de 1,1% no terceiro trimestre, segundo dados preliminares de demanda agregada do *Bureau of Economic Analysis*, após crescimento de 0,3% no período anterior, considerando-se a série deflacionada, dessazonalizada e anualizada. O investimento, que reduziu-se 10,7%, e as exportações, que declinaram 17,7%, foram os principais fatores contracionistas. O consumo das famílias expandiu-se 1,1% e os gastos do governo 0,8%, registrando desaceleração em relação ao trimestre anterior, quando haviam crescido 2,5% e 5%, respectivamente.

**Despesas pessoais de consumo<sup>1/</sup>**



Fonte: *Bureau of Economic Analysis*

1/ Série deflacionada e dessazonalizada.

As despesas pessoais de consumo apresentaram desaceleração no terceiro trimestre, quando a taxa de crescimento real anualizada, considerada a série dessazonalizada, totalizou 0,3%, comparativamente a 0,6% no segundo trimestre. Em outubro, as despesas pessoais de consumo cresceram 2,2%, ante queda de 1,1% em setembro.

As vendas no varejo reduziram-se 0,4% no terceiro trimestre, após expansão de 1,3% no segundo, registrando a primeira contração desde junho de 1997, se considerada a média móvel trimestral. Em outubro, mesmo sob efeito de expectativas desfavoráveis derivadas dos acontecimentos de 11 de setembro, as vendas no varejo, exclusive de automóveis, elevaram-se 1%.

As encomendas às fábricas, que vêm apresentando tendência contracionista desde o segundo semestre do ano passado, registraram queda de 3,3% no terceiro trimestre desse ano, ante contração de 1,8% no período anterior, na série dessazonalizada.

O início de construções residenciais observou rápida reversão da trajetória ascendente registrada no início do ano. Assim, após expansão de 5,7% no primeiro trimestre, ocorreram declínios de 0,2% no segundo e de 1,6% no terceiro trimestres, considerando-se a série dessazonalizada. A redução de 1,3% registrada em outubro indica provável continuidade da trajetória contracionista no quarto trimestre.

As condições creditícias mostraram-se menos favoráveis no segundo semestre, com provável continuidade no terceiro. O *Federal Reserve* (Fed) estimou que os encargos financeiros representaram 14% da renda disponível das famílias no segundo trimestre, patamar recorde nas últimas duas décadas. As taxas de inadimplência atingiram 2,15% para empréstimos imobiliários e 3,7% para financiamento ao consumo, no segundo trimestre, maiores taxas desde o primeiro trimestre do ano passado. Pesquisa de opinião conduzida pelo Fed indicou que elevou-se significativamente a parcela de bancos que restringiram o acesso ao crédito no período de setembro a novembro, comparativamente ao trimestre anterior, em decorrência, principalmente, de perspectivas menos favoráveis quanto às condições da economia no curto prazo. O crédito ao consumidor registrou elevação de 6,8% em setembro, relativamente a igual mês do ano passado, em comparação com taxas de 10,1% em março e de 8,8% em junho, refletindo não só o ambiente de restrição ao crédito mas, também, a desaceleração do consumo agregado das famílias.

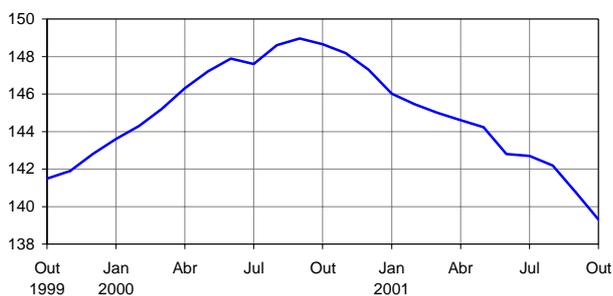
O investimento fixo não-residencial contraiu-se 11,9% no terceiro trimestre do ano, considerada a taxa deflacionada, dessazonalizada e anualizada, após queda de 14,6% no segundo. Esse movimento contrasta com o investimento fixo residencial, que elevou-se 5,9% no segundo trimestre e 1,9% no terceiro. O valor da construção realizada contraiu-se 2,6% no terceiro trimestre, na série dessazonalizada, após queda de 0,5% no segundo. Em outubro, entretanto, registrou-se expansão de 1,6%.

O governo federal obteve superávit de US\$127 bilhões no ano fiscal de 2001, terminado em setembro, resultado de arrecadação de US\$1,99 trilhão e de despesas de US\$1,86 trilhão. O superávit fiscal de 2001 declinou 46,3% ante o consignado em 2000, situando-se abaixo da estimativa de US\$153 bilhões do *Congressional Budget Office* (CBO). Foram determinantes para esse resultado a desaceleração da atividade econômica e a reforma tributária implementada na gestão do presidente Bush. O CBO prevê resultado fiscal de US\$176 bilhões para o ano fiscal 2002.

No que se refere ao comércio externo, as contrações observadas nas exportações e nas importações refletem a desaceleração econômica em curso nos Estados Unidos e no resto do mundo. As exportações de bens reduziram-se 6,5% no terceiro trimestre, após queda de 4,7% no segundo, enquanto as importações de bens contraíram-se 4,7%, após diminuição de 4,5% no período anterior. Dessa forma, o saldo comercial em bens reduziu-se 1,7% no terceiro trimestre, após queda de 4,3% no segundo.

A economia americana registra a realocação de fatores produtivos da produção de bens para o setor de serviços. Assim, enquanto a produção de bens registrou, no terceiro trimestre desse ano, a quarta queda trimestral consecutiva, a prestação de serviços mantém trajetória de crescimento, não registrando nenhuma variação trimestral negativa desde 1997. O produto interno bruto declinou 1,1% no terceiro trimestre, após crescimento de 0,3% no segundo, considerando-se a taxa deflacionada, dessazonalizada e anualizada. Esse resultado reflete expansão de 2,3% no setor de serviços e contrações de 4,6% na produção de bens e de 6,3% na construção.

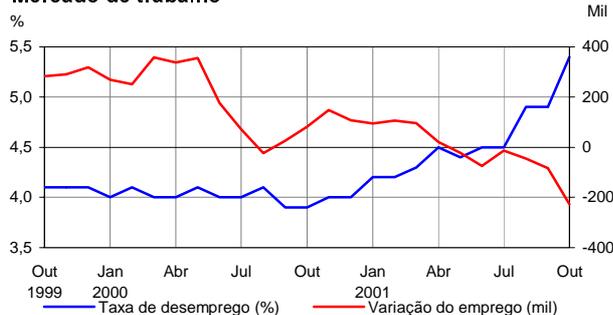
### Produção industrial Índice 1992=100



Fonte: Federal Reserve System

A produção industrial apresenta trajetória declinante desde outubro do ano passado, registrando contrações de 1,1% no segundo trimestre desse ano e de 1,4% no período subsequente, não sendo evidenciados sinais de reversão dessa tendência no futuro próximo. A produção de bens de capital declinou 3,9% no terceiro trimestre, após queda de 2,7% no segundo, sendo especialmente afetada pela contração do investimento agregado. Em outubro, a produção industrial declinou 1,1% em relação a setembro, indicando continuidade da retração da indústria no quarto trimestre.

### Mercado de trabalho<sup>1/</sup>

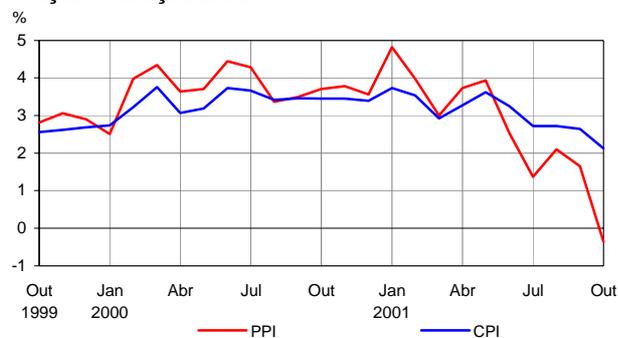


Fonte: Bureau of Labor Statistics

1/ Dados dessazonalizados; média móvel trim. da var. emprego.

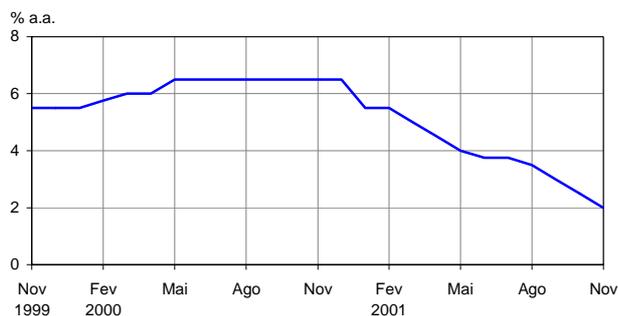
No mercado de trabalho, o emprego na indústria manufatureira registrou variações mensais negativas desde agosto de 2000. A criação de empregos nos demais setores da economia, entretanto, vinha superando as demissões na indústria, trajetória interrompida a partir de setembro, quando também apresentou contração. Em consequência, o setor não-agrícola apresentou contração de 249 mil postos de trabalho no terceiro trimestre, ante 223 mil no segundo. Em outubro, as demissões aceleraram-se, ocorrendo extinção de 415 mil postos de trabalho em apenas um mês. Paralelamente, a taxa de desemprego atingiu 5,4% em outubro, após 4,5% em junho e 4,9% em setembro.

### Preços - Variação anual



Fonte: Bureau of Labor Statistics

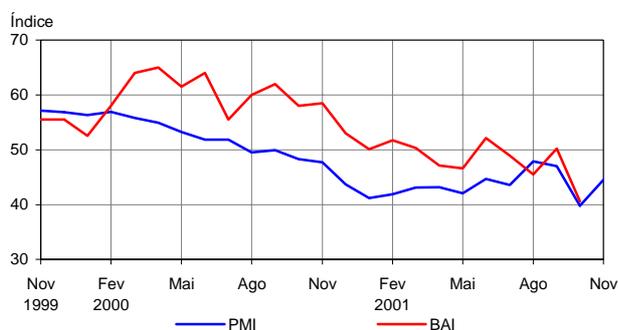
A taxa de inflação apresenta indícios de desaceleração, associada à redução dos preços internacionais do petróleo no segundo semestre do ano. O Índice de Preços ao Consumidor (CPI) elevou-se 2,13% em doze meses até outubro, ante 2,65% em setembro e 3,62% em maio. O núcleo do índice cresceu 2,63% em doze meses até outubro. O Índice de Preços ao Produtor (PPI) declinou 1,63% em outubro, e seu núcleo, 0,53%. Dessa forma, a variação do PPI em doze meses até outubro foi negativa em 0,36%, revertendo

**Meta para a taxa dos *federal funds***

Fonte: Federal Reserve System

elevação de 1,65% registrada em setembro. O item energia do PPI declinou 10% em outubro e 9,5% em doze meses.

O *Federal Open Market Committee* reduziu em 0,5 ponto percentual a meta de taxa de juros dos *federal funds*, para 2% a.a., em 6 de novembro, comparativamente a 6,5% a.a. em dezembro do ano passado.

**Indicadores do NAPM**

Fonte: National Association of Purchasing Managers

Os indicadores de expectativas refletiram os ataques terroristas de setembro. O *Purchasing Managers Index* (PMI), da *National Association of Purchasing Managers* (NAPM), relativo à indústria manufatureira, que apresentava suave recuperação até setembro, quando atingiu 47, contraiu 7,2 pontos em outubro, recuperando-se em novembro, quanto alcançou 44,5. O *Business Activity Index* (BAI), relativo a serviços, que oscilava entre 45 e 52 desde janeiro, registrando 50,2 em setembro, atingiu 40,6 em outubro, menor nível já registrado. O *Consumer*

*Confidence Index*, do *Conference Board*, declinou rapidamente de agosto, quando registrava 114, a novembro, quando atingiu 82,2.

## 3.2 – Japão

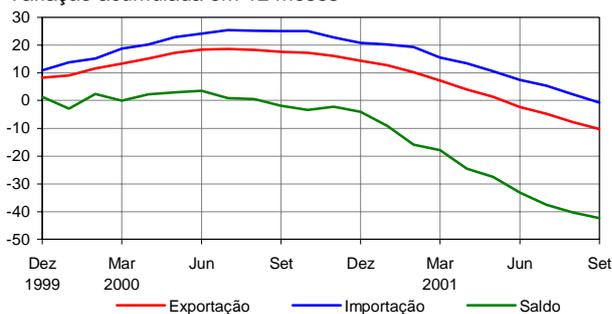
O comportamento do consumo permanece limitado pela estagnação dos níveis de emprego e de renda, prejudicando a retomada do crescimento. Nesse contexto, os ajustes na economia japonesa estão se tornando mais intensos, com o Banco do Japão (BoJ) mantendo a política monetária de taxa de juros zero, em cenário de elevação dos gastos públicos.

Os investimentos fixos estão decrescendo consideravelmente, particularmente no setor manufatureiro, enquanto as previsões de demanda para bens intensivos em tecnologia têm sido revisadas para níveis inferiores. No terceiro trimestre, a renda real disponível e o dispêndio dos trabalhadores decresceram 1,6% e 0,8%, na comparação

com os relativos a igual trimestre do ano precedente. As encomendas às fábricas e início de novas construções não-residenciais contraíram-se 12,5% e 0,1%, respectivamente, durante o terceiro trimestre relativamente a igual trimestre do ano anterior.

### Balança comercial

Varição acumulada em 12 meses

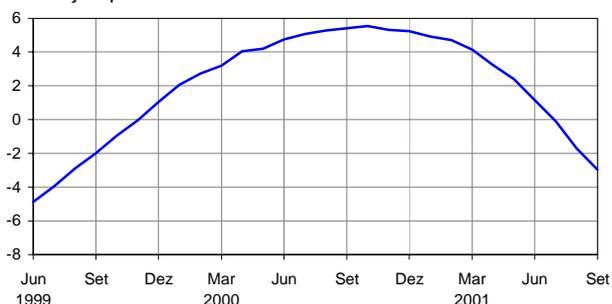


Fonte: Banco do Japão e Bloomberg

O saldo comercial mantém ritmo decrescente, refletindo a redução da demanda da Ásia e dos Estados Unidos, associada ao decréscimo nas encomendas de bens intensivos em tecnologia. No terceiro trimestre, a receita com exportação atingiu US\$96,9 bilhões, redução de 20,3% em relação ao observado no mesmo trimestre de 2000, enquanto as importações reduziram-se 13%, tendo alcançado US\$95,4 bilhões. Este desempenho tem-se refletido na trajetória decrescente do saldo acumulado em 12 meses, que apresentou declínio de 42,3% em setembro.

### Produção industrial

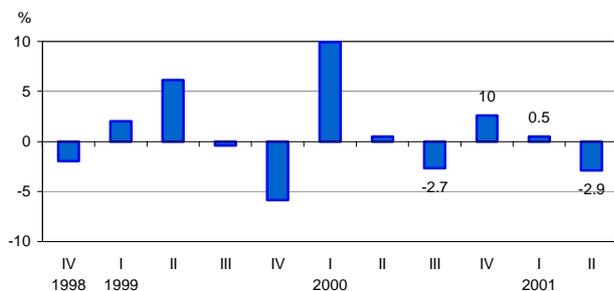
Varição percentual acumulada em 12 meses



Fonte: METI

A produção industrial decresceu 5,2% no terceiro trimestre deste ano, na comparação com igual trimestre do ano precedente. Em setembro, a produção industrial contraiu 12,7% ante o patamar de igual período de 2000, acumulando redução de 3% em doze meses. Adicionalmente, a taxa de desemprego, que havia se estabilizado no patamar de 5% em julho e agosto, registrou 5,3% em setembro, uma das taxas mais elevadas nos últimos 34 anos. O PIB, no segundo trimestre, apresentou contração de 2,9%, taxa anualizada, ante o trimestre anterior e de 0,8% comparativamente a igual trimestre do ano precedente. Diante deste cenário, o BoJ revisou as expectativas quanto à evolução da economia, para contração no intervalo de 1,6% e 0,6% para o ano fiscal de 2001, ante previsões anteriores de crescimento no intervalo de 0,3% a 0,8%. Para o ano fiscal de 2002, a encerrar-se em março de 2003, as previsões oficiais são de variações entre recuo de 1,7% e expansão de 0,2%.

### Produto Interno Bruto<sup>1/</sup>

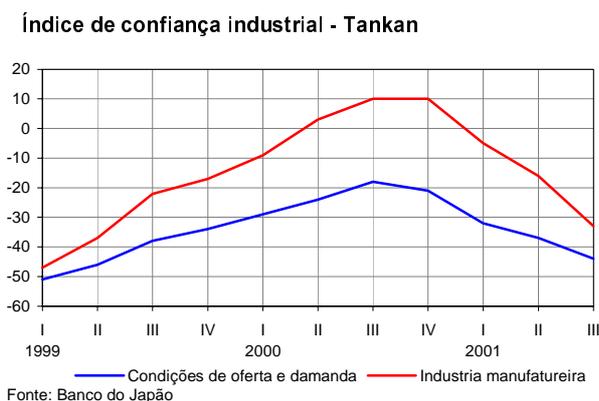


Fonte: Agência de Planejamento Econômico

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

Os preços por atacado, em setembro, registraram declínio mensal de 0,6% e anual de 0,2%, refletindo a influência de fatores sazonais nos preços da eletricidade, gás e água, com o término dos meses de verão. A variação anual acumulada até setembro de 2001 atingiu -5,1%. Os preços ao consumidor mantêm-se reduzidos, em função do decréscimo nos preços dos serviços privados, tendo registrado, em setembro, contração mensal de 0,2% e anual de 0,8%. Até setembro de 2001, a deflação acumulada totalizou 4,32%.

Em 19 de outubro, o governo aprovou complementação orçamentária de ¥11 trilhões (US\$90 bilhões) para o ano fiscal de 2001, a encerrar-se em março de 2002. As áreas que receberam maior aporte financeiro foram investimento em infra-estrutura social, US\$38 bilhões, financiamento da pequena e média empresa, US\$36 bilhões, e financiamento da construção civil e fortalecimento do emprego, US\$9 bilhões.

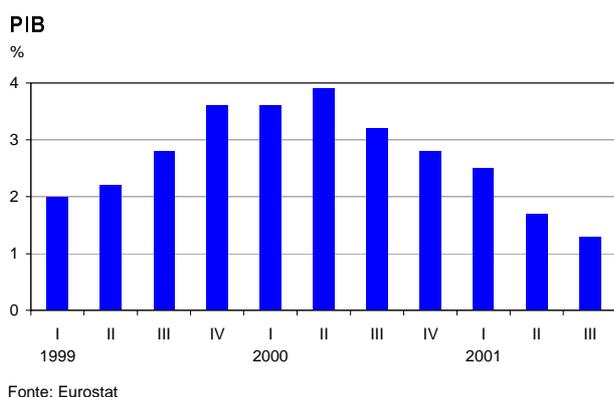


Nesse contexto, o ambiente econômico desfavorável é traduzido pelo índice Tankan, uma medida das expectativas de curto prazo para a indústria manufatureira, que, de -16, no segundo trimestre, decresceu para -33 no período subsequente. Este mesmo índice para as condições de oferta e demanda também reduziu-se, de -37 para -44 nos mesmos períodos.

### 3.3 – Área do Euro

A atividade econômica na Área do Euro permaneceu em desaceleração no terceiro trimestre, dando continuidade à trajetória iniciada em meados de 2000. A região vem sendo prejudicada pelo menor dinamismo da demanda externa, em cenário de contração global, e, internamente, pela fase descendente do ciclo econômico, com diminuição da oferta, correção de estoques e expectativas desfavoráveis dos agentes. Dessa maneira, a variação do PIB, em relação aos mesmos períodos dos anos precedentes, reduziu-se de 3,9%, no segundo trimestre de 2000, para 1,3% no terceiro trimestre de 2001. Em função do desaquecimento econômico e da variação

negativa dos preços de energia, os indicadores de inflação na região apontaram redução, com o Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) convergindo à referência de 2% e, assim, ampliando o espaço de manobra da política monetária. Nesse sentido, o Banco Central Europeu (BCE) reduziu por três vezes a taxa básica de juros no segundo semestre, totalizando 125 pontos básicos, situando-a em 3,25% a.a.



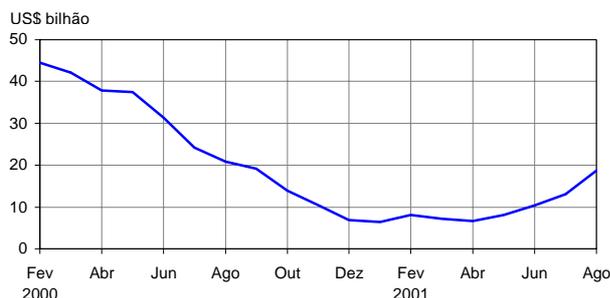
No terceiro trimestre de 2001, o PIB da Área do Euro cresceu 1,3% em relação ao patamar do mesmo período do ano anterior, ante variação de 1,7% no segundo trimestre, considerada a mesma base de comparação. Os gastos dos consumidores e os do governo variaram 1,8%. As exportações elevaram-se 1,4%, enquanto a FBCF declinou pelo segundo trimestre consecutivo, atingindo -1,4%. Em termos da contribuição percentual para o resultado final do PIB, a FBCF e os estoques responderam por -0,3% e -0,6%, respectivamente.

A contribuição das exportações reduziu-se 0,5%. Os gastos dos consumidores e do governo permaneceram nos mesmos patamares, 1% e 0,4%, respectivamente.

No que se refere aos setores da atividade econômica, o comportamento da indústria e dos serviços de comércio, transportes e comunicações espelharam bem a desaceleração da Área do Euro. Enquanto os serviços expandiram 3,7%, 2,8% e 2,6% nos três primeiros trimestres de 2001, a indústria cresceu 3,7%, 1,6% e 0,2%, nos mesmos períodos. O resultado da construção, no entanto, permaneceu negativo ao longo de todo o ano, contraindo 1,5% no terceiro trimestre.

Dentre os indicadores de demanda, as vendas no varejo, de acordo com as estatísticas da Eurostat, mantiveram patamar estável de crescimento, compatível com a sustentação dos gastos dos consumidores observada no PIB. O índice apresentou variação mensal de 0,3% em julho e agosto. A variação anual elevou-se de 1,5%, em junho e julho, para 1,8%, em agosto.

### Saldo comercial acumulado em 12 meses

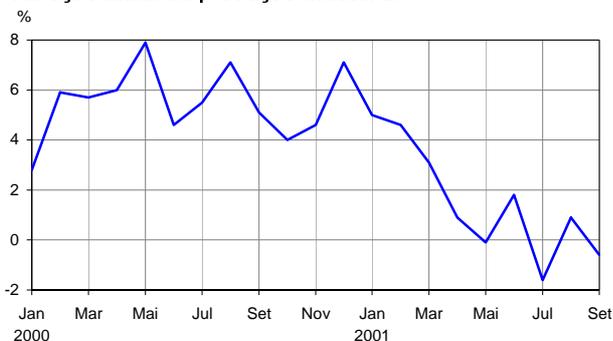


Fonte: BCE

O superávit comercial vem apresentando tendência ascendente a partir de abril, com o resultado acumulado em 12 meses passando de US\$6,6 bilhões, naquele mês, para US\$18,7 bilhões, em agosto. Esse resultado origina-se da contração maior das importações que das exportações. Para as exportações, a média de julho e agosto, comparada com a média do segundo trimestre, decresceu 1,4%, enquanto as importações registraram variação negativa de 7% no mesmo período. A comparação das médias de julho e agosto com as dos mesmos meses de 2000 revela crescimento de 1,2% nas exportações e contração de 4,4% nas importações.

A taxa de câmbio do euro em relação ao dólar apreciou-se no terceiro trimestre, com a média mensal elevando-se de US\$0,8537/€, em junho, para US\$0,9125/€, em setembro. No bimestre subsequente registrou-se inversão dessa trajetória, com a cotação média situando-se em US\$0,9062/€ em outubro e em US\$0,888/€ em novembro.

### Variação anual da produção industrial



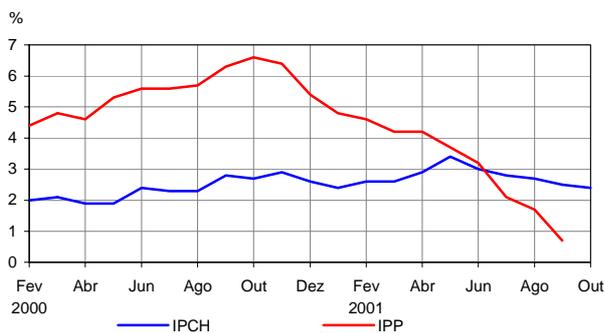
Fonte: Eurostat

Relativamente à oferta, a produção industrial apresentou tendência declinante ao longo de 2001. Sua variação anual, que atingira 5% em janeiro, contraiu-se 0,6% em setembro. No terceiro trimestre, foram registradas variações mensais negativas de 1,7%, em julho, e de 0,5% em setembro. O mercado de trabalho apresentou-se pouco dinâmico no terceiro trimestre, com a taxa de desemprego mantendo-se estável em 8,4%, em setembro e outubro.

O desempenho do IPCH no trimestre foi favorecido pela redução nos custos de energia e pelo enfraquecimento da demanda. Dessa maneira, o IPCH, embora ainda acima do nível de referência definido pelo BCE, 2%, apresenta trajetória convergente. A variação anual do IPCH, que atingira 3,4% em maio, totalizou 2,5% ao final do terceiro trimestre e 2,4% em outubro.

Em contraste com o comportamento do IPCH, a média-móvel trimestral anualizada do agregado monetário M3, entendido como indicador

## Preços - variações anuais

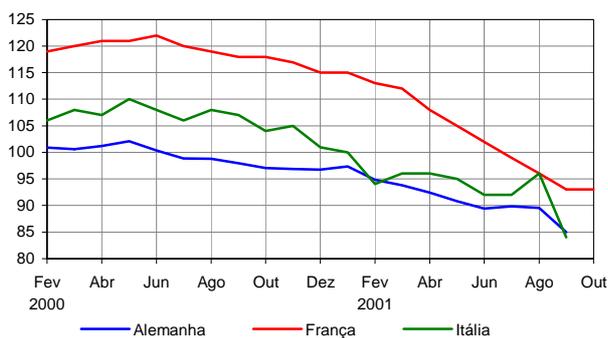


Fonte: Eurostat

anterior da inflação ao consumidor, foi crescente no período, passando de 6%, em junho, para 6,9%, em agosto, comparativamente ao patamar de referência de 4,5%. A variação anual do M3, após revisão, atingiu 6,9%, em setembro, e 7,4%, em outubro.

Os preços ao produtor apresentaram redução mais acentuada que os preços ao consumidor. A variação mensal do Índice de Preços ao Produtor (IPP) foi negativa em julho e em agosto, com o mês de setembro registrando 0,1%, voltando a ser negativa em outubro, -0,6%. Quando comparadas às elevações do mesmo período de 2000, a desaceleração dos preços torna-se ainda mais acentuada. A variação anual do IPP permaneceu descendente ao longo de todo o ano, atingindo 1,7% em agosto, 0,7% em setembro, e -0,6% em outubro.

## Indicadores de confiança



Fonte: Bloomberg

Os indicadores de confiança empresarial nos três maiores países da Área do Euro refletem o pessimismo dos agentes em relação ao desempenho econômico da região no futuro próximo. O comportamento negativo dos índices foi bastante acentuado em razão dos atentados terroristas de setembro, mês em que atingiram o nível mais baixo desde 1998. Na Alemanha, o *General Business Climate Index*, mensurado pelo *Institute for Economic Research* (IFO), reduziu-se 4,4 pontos percentuais, para 85, de agosto a setembro, voltando a declinar em outubro, para 84,7. Por sua vez, o *French Industrial Trends Survey*, compilado pelo *Institut National de la Statistique et des Études Économiques* (Insee), declinou 3 pontos percentuais em setembro, quando alcançou 93 pontos, resultado repetido em outubro. Na Itália, o *Business Confidence Indicator*, do *Istituto di Studi e Analisi Economica* (Isae) contraiu-se 13 pontos em setembro, atingindo 83 pontos, resultado parcialmente revertido no mês posterior, para 86.

Nesse cenário de desaceleração econômica, de redução das pressões inflacionárias e de baixa confiança dos empresários, o BCE reduziu em 125 pontos básicos a taxa mínima para refinanciamento (*refi rate*), em três cortes a partir de 31 de agosto, incluindo a decisão coordenada pelo *Federal Reserve* em 17 de setembro. A partir de 9 de novembro, a *refi rate* situou-se em 3,25% a.a.

## 3.4 – Economias emergentes

### 3.4.1 – Economias asiáticas

#### China

Após 15 anos de negociações, o acesso da China à Organização Mundial do Comércio (OMC) foi aprovado em 10 de novembro, na 4ª Conferência Interministerial realizada no Qatar, e será formalmente efetivado em 11 de dezembro. O acesso credencia a China a tomar parte na nova rodada de negociações, anunciada na Conferência.

A participação na OMC deve significar a ampliação dos mercados para exportação, mas, ao mesmo tempo, deverá impor novos desafios à economia chinesa. Em decorrência das negociações realizadas, a liberalização econômica deverá avançar, ainda que de forma gradual, e deverão ser empreendidos processos de reestruturação, visando a adequação às novas condições de concorrência no setor bancário e na indústria automobilística, entre outros setores. Depois de cumprido o cronograma de liberalização, as tarifas médias de importação serão reduzidas para 15%, em produtos agrícolas, e para 8,9%, em produtos industrializados. Bancos estrangeiros poderão efetuar transações com empresas chinesas dentro de dois anos e com pessoas físicas dentro de cinco anos, em moeda local. Para competir com instituições estrangeiras, espera-se que os bancos, que são estatais, reduzam seus índices de inadimplência, aperfeiçoem seus sistemas administrativos e de avaliação de crédito e abram seu capital.

A consistente demanda interna tem impulsionado o nível de atividade econômica, compensando a desaceleração da demanda externa decorrente da recessão nas principais economias mundiais. O governo mantém espaço para políticas expansivas, em vista da moderada taxa de inflação, que situou-se em 0,2% em outubro. A previsão oficial de crescimento do PIB em 2001 é de 7,3% e se prevê desempenho semelhante para 2002. As vendas no varejo descreveram trajetória ascendente de agosto a outubro, com relação aos mesmos meses do ano anterior, registrando expansões de 9,6%, 9,9% e 10,5%, respectivamente. A produção industrial acusou elevação de 8,8%, comparativamente a outubro de 2000, após aumentos de 8,1% e 9,5%

em agosto e setembro, na mesma base de comparação. Em outubro, o investimento em ativos fixos cresceu 17,4% e o investimento em imóveis, 29,6%, relativamente a outubro de 2000.

O investimento direto estrangeiro apresentou elevação de 18,6% nos primeiros dez meses do ano, comparativamente a igual período de 2000, atingindo US\$37,3 bilhões. Para os próximos meses, há a perspectiva de contração desses fluxos, em decorrência do desaquecimento da economia mundial, mas, por outro lado, o ingresso na OMC deve significar estímulo a novos investimentos.

Em outubro, as exportações aumentaram 0,1%, em relação a outubro de 2000, enquanto as importações sofreram contração de 0,2%. O saldo comercial totalizou US\$3,9 bilhões no mês, ante US\$2,1 bilhões em setembro.

## Coréia do Sul

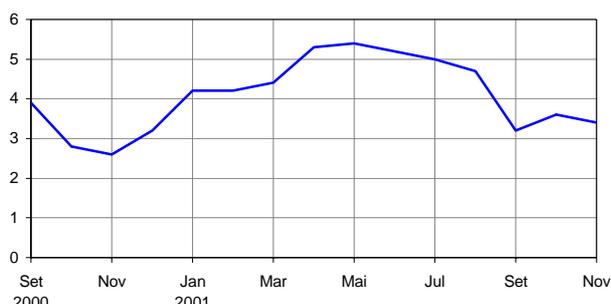
O PIB coreano apresentou taxa de crescimento real de 1,8% no terceiro trimestre, relativamente ao patamar de igual período do ano anterior, resultado inferior às expansões de 3,7% no primeiro trimestre e de 2,7% no segundo trimestre, porém superior ao observado em outras economias da região. O crescimento foi sustentado pela demanda interna, que tem compensado a persistente retração das exportações, e foi liderado pelos setores de construções e de serviços, que cresceram 7,3% e 3,8%, respectivamente. Contribuiu para a manutenção da demanda interna o estímulo decorrente de dois orçamentos fiscais suplementares, que implicaram gasto adicional de US\$5,3 bilhões ao

longo do ano, e da redução de impostos sobre bens de consumo. Entre janeiro e setembro de 2001, o resultado consolidado do governo central foi superavitário em US\$8 bilhões, o equivalente a 7,8% do PIB.

O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) declinou 0,5% em novembro, acumulando variação positiva de 3,4% em doze meses, comparativamente a 3,6% até outubro e 3,2% até setembro.

### Preços ao consumidor

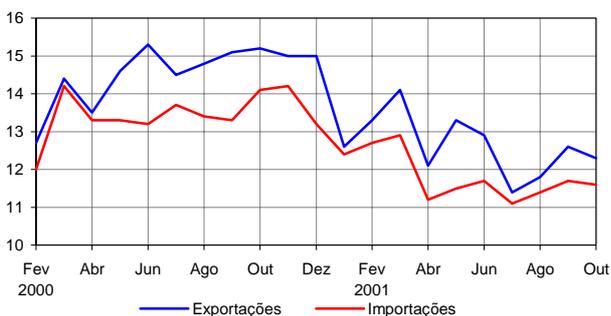
Variação % em 12 meses



Fonte: Banco da Coréia

**Balança comercial**

US\$ bilhões



Fonte: Min. Finanças e Economia

Exportações e importações mantêm-se em trajetória decrescente, registrando variações negativas desde março. Em outubro, as exportações declinaram 19,3%, relativamente a outubro de 2000, após contrações de 17% em setembro e 20,3% em agosto. As importações sofreram decréscimos de 13,5% em outubro, 13,7% em setembro e 13,3% em agosto, na mesma base de comparação. O saldo comercial acumulado em 2001, até outubro, foi superavitário em US\$8,3 bilhões.

O investimento estrangeiro direto acumulado nos três primeiros trimestres de 2001 alcançou US\$9,7 bilhões, volume 6,9% inferior ao verificado em período equivalente do ano anterior.

**3.4.2 – Turquia****Produção industrial**

Variação % sobre mesmo mês ano anterior

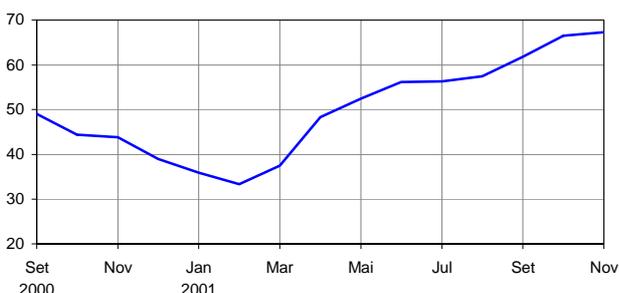


Fonte: Instituto Nacional de Estatística

O PIB registrou contração de 7,1% no terceiro trimestre, relativamente ao mesmo trimestre de 2000, mas a economia começa a apresentar sinais de recuperação. Em relação ao trimestre anterior, o PIB apresentou expansão de 1,8%, dados dessazonalizados. A capacidade utilizada no setor manufatureiro atingiu 74,6% em outubro, ante 72,8% em setembro e 71,4% em agosto. Os melhores desempenhos foram observados no setor têxtil, voltado para as exportações, e na indústria metalúrgica. A produção industrial declinou 9,2% em setembro, relativamente à assinalada no mesmo mês do ano anterior, mas registrou aumento mensal de 2,4%. Outra indicação do reaquecimento da economia é o aumento na arrecadação em outubro, que alcançou 70% para o imposto sobre valor agregado e 153% para o imposto sobre consumo de petróleo, comparativamente a outubro de 2000.

**Preços ao consumidor**

Variação % sobre mesmo mês ano anterior



Fonte: Instituto Nacional de Estatística

O índice de preços ao consumidor registrou elevação mensal de 4,2% em novembro, ante

aumentos de 6,1% em outubro e 5,9% em setembro. A alta acumulada em 12 meses atingiu 67,3%. Os itens que mais impulsionaram a inflação em novembro foram alimentos, tabaco e comunicações. Constatou-se também aumento de 6,7% no índice de preços no atacado, atribuído à recuperação da demanda interna e ao repasse da depreciação cambial ocorrida nos meses anteriores.

O governo anunciou medidas para contenção dos gastos e elevação das receitas públicas em 2002. Tais medidas incluem fechamento de agências regionais de órgãos públicos, corte de subsídios agrícolas, exceto para os produtores de soja e canola, limitação dos aumentos salariais do funcionalismo público, suspensão de novas contratações e elevação de alíquotas de diversos tributos.

As exportações cresceram 6,5% em setembro, comparativamente às do mês correspondente em 2000, após elevação de 26% em agosto, na mesma base de comparação. As importações mantêm trajetória declinante, acusando retrações de 30,6% e 28,7% nos meses de agosto e setembro, respectivamente. A balança comercial acumulou déficit de US\$7,5 bilhões de janeiro a setembro deste ano. Nesse período, as exportações registraram expansão de 11,8% e as importações, contração de 23,3%, em relação às de igual período do ano anterior.

O FMI aprovou, em 28 de novembro, a liberação de US\$3 bilhões à Turquia, no âmbito do acordo em vigência desde dezembro de 1999. Com a inclusão de recursos adicionais em dezembro de 2000 e maio de 2001, foram disponibilizados aproximadamente US\$19 bilhões, dos quais já foram sacados US\$11,7 bilhões. Após a décima revisão do acordo, o FMI destacou os bons resultados do esforço fiscal empreendido pelo governo e os avanços na reestruturação do setor bancário, ao mesmo tempo que justificou a necessidade de postergar a adoção do regime de metas inflacionárias para 2002, quando deverá estar fortalecida a posição fiscal, resolvidos os problemas restantes no setor bancário e reduzida a inflação. O diretor-gerente do FMI, Horst Köhler, anunciou que o órgão pretende negociar aporte adicional de US\$10 bilhões para a Turquia, com o objetivo de possibilitar o cumprimento das necessidades de financiamento externo do país em 2001 e 2002, ampliadas a partir dos efeitos do atentado de setembro.

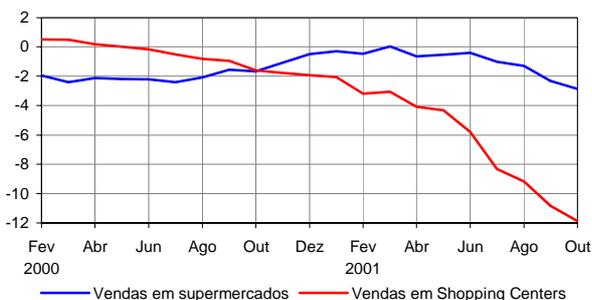
### 3.4.3 – América Latina

#### Argentina

O comportamento dos indicadores econômicos vem ratificando o aprofundamento da trajetória recessiva, o ambiente fiscal desfavorável e as dificuldades conjunturais predominantes no país. Nesse contexto, assinala-se, no decorrer do quarto trimestre, a deterioração das percepções do mercado em relação à sustentabilidade da economia argentina, contribuindo para o agravamento do quadro de instabilidade que se mantém ao longo de todo ano.

##### Indicadores de demanda

Variação percentual acumulada em doze meses



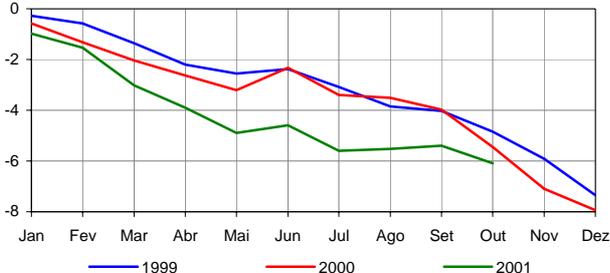
Fonte: Ministério da Economia/Indec

Os indicadores de vendas e de construção civil não sinalizam tendência de reativação da demanda interna. Nesse sentido, as vendas em supermercados retraíram 10,3% em outubro, em relação às de mesmo mês do ano anterior, acumulando contração de 2,9% em doze meses, de acordo com o *Instituto Nacional de Estadísticas y Censos* (Indec). Ainda segundo o Indec, as vendas em *shopping centers* registraram redução de 20,1% em outubro, comparativamente a outubro de 2000, e contração de 11,9% no acumulado em doze meses.

O Índice Sintético de Atividade de Construção (Isac), que indica evolução da demanda no setor de construção civil, apresentou, em outubro, contração de 15,6% em relação ao mesmo mês do ano anterior e declínio de 7,3% no acumulado de doze meses.

##### Resultado financeiro do setor público

Acumulado no ano  
\$ bilhões



Fonte: Ministério da Economia/Secretaria da Fazenda

No âmbito fiscal, o resultado financeiro do setor público apresentou, em outubro, déficit de \$697 milhões, ante déficit de \$472 milhões no mesmo mês do ano anterior, refletindo redução na arrecadação que, no período de janeiro a outubro retraiu-se 5,6%, em comparação com o registrado no mesmo período do ano precedente. O resultado global do setor público acumulou, no ano, até outubro, déficit de US\$6,9 bilhões. Assinala-se que a meta estabelecida em acordo com o FMI para 2001 é de US\$6,5 bilhões.

A balança comercial continua apresentando evolução favorável, alcançando, em outubro, superávit de US\$587 milhões. No ano, o resultado acumulado da balança comercial é positivo em US\$4,5 bilhões, traduzindo aumento de 3% nas exportações e declínio de 14% nas importações, relativamente às assinaladas no mesmo período do ano precedente. A expansão das exportações reflete crescimento nas vendas de produtos primários e manufaturas de origem industrial, principalmente para países latino americanos, e a retração nas importações, declínio nas compras de bens de capital de países da Associação Norte-americana de Livre Comércio (Nafta) e da União Européia. Em relação ao comércio bilateral com o Mercado Comum do Sul (Mercosul), as exportações argentinas declinaram 6% e as importações 11%, sendo que, no que tange ao comércio com o Brasil, houve queda de 5,3% nas exportações e de 14% nas importações.

A produção industrial continua apontando tendência de retração da atividade produtiva. Em outubro, o Estimador Mensal Industrial (EMI), medido pelo Indec, apresentou declínio de 1,7% em relação a setembro, considerados dados dessazonalizados. Comparativamente ao mesmo mês do ano precedente, o EMI contraiu-se 8,8%, acumulando, em doze meses, redução de 3,8%. As indústrias automotiva, metal-mecânica e de tecidos apresentaram retração mais acentuada entre os ramos industriais pesquisados pelo Indec.

O nível de preços persiste refletindo desaceleração da atividade econômica, mantendo trajetória de deflação. O IPC, medido pelo Indec, registrou contração acumulada nos últimos doze meses de 1,7%. O *Índice de Precios Internos al por Mayor* (Ipim), que mede as variações de preços por atacado, acumulou, em doze meses, declínio de 5,7%.

#### Reservas internacionais e Risco país



Fonte: BCRA e Ambito Financiero Journal  
1/ Medido pelo Índice Embi+ do JP Morgan.

A dificuldade de se promover políticas que viabilizassem o equilíbrio das contas públicas, paralelamente à evolução dos indicadores de demanda e oferta, que evidencia o agravamento da recessão, elevaram a desconfiança dos investidores quanto à capacidade do país em honrar suas obrigações externas. Nesse contexto, os indicadores financeiros desenharam trajetória de forte volatilidade. A taxa *Baibor* para operações de 30

dias em pesos, que em 28 de setembro situava-se em 26,3%, alcançou 57,7% em 23 de novembro, após atingir 133,7% em 2 de novembro. O risco soberano medido pelo Índice Embi +, do JP Morgan, situava-se, em novembro, acima de 3.000 pontos básicos, sob cujo critério a Argentina é apresentada como o país de maior risco para os investidores entre os países analisados. No período de setembro a novembro, os depósitos bancários reduziram-se US\$5 bilhões e as reservas internacionais do banco central declinaram de US\$21,2 bilhões para US\$18,3 bilhões.

A situação das províncias argentinas, dependentes das transferências governamentais, desenha-se como um fator de dificuldades para o governo promover redução nos gastos públicos. Os cortes que o governo impôs no repasse de verbas para as províncias e as dificuldades destas em obter recursos para cumprir com o pagamento de suas obrigações, inclusive o salário de funcionários, determinou a criação de um artifício monetário pelos governos provinciais, a emissão de títulos públicos locais, que funcionam como quase-moeda e substituem o peso nos pagamentos dos funcionários públicos e nas transações comerciais. Atualmente, onze províncias argentinas emitem títulos públicos locais. O próprio governo federal emite um título de livre circulação, as Letras de Cancelamento de Obrigações Provinciais (Lecops), que serão utilizadas para pagamento das transferências às províncias.

Em outubro, o governo central começou a negociar novo pacto fiscal com as províncias, que inclui renegociação das dívidas destas com bancos privados e redução no montante que deveria ser transferido pelo governo central. O novo pacto fiscal é visto, tanto pelo governo como pelo mercado internacional, como condição necessária para atingir-se a meta de déficit zero, que por sua vez, é requisito para o governo argentino negociar apoio de organismos multilaterais. Até meados de novembro, 20 das 24 províncias argentinas já haviam assinado o pacto fiscal com o governo.

Em novembro, após eleições legislativas que confirmaram maioria opositora na Câmara e no Senado, o governo anunciou novo conjunto de medidas voltado para a reativação da demanda interna e para a reestruturação da dívida pública. Para impulsionar a demanda, o governo reduziu em seis p.p. as alíquotas de contribuição para a previdência

social, reestruturou planos sociais, aumentando o alcance de benefícios, e adotou medidas de reestruturação de dívidas privadas. A reestruturação da dívida pública nacional, de US\$132 bilhões, consiste em troca de títulos dos governos federal e provinciais que pagam taxas de juros entre 9% a.a. e 14% a.a., por empréstimos a taxas máximas de 7% a.a., garantidos por arrecadação fiscal, sendo postergada a data de amortização por três anos. A Fase I, relativa aos credores internos, foi concluída na primeira semana de dezembro, obtendo resultado de US\$55 bilhões, dos quais US\$14 bilhões em títulos provinciais, o que representou 67% da dívida total elegível para troca, US\$82,2 bilhões. Estima-se economia de US\$4 bilhões em 2002 em pagamento de serviços da dívida. A Fase II, que deverá ser dirigida à credores externos, tem seu sucesso vinculado ao apoio de organismos internacionais, na medida que será necessário oferecer maiores garantias, e à arrecadação fiscal, que experimenta processo de forte deterioração.

O anúncio da operação de reestruturação da dívida pública, no entanto, não foi suficiente para restabelecer a confiança na economia argentina e, em dezembro, o governo anunciou novas medidas que visavam conter o declínio dos depósitos financeiros e das reservas internacionais. Entre as medidas destacam-se o limite de US\$1.000 mensais por pessoa para saques bancários em dinheiro, ficando o restante disponível para movimentação por meio de cheques e cartões de crédito e de débito; as restrições à saída de dólares do país, por meio de controles nas remessas ao exterior e em viagens internacionais; a dolarização dos novos empréstimos bancários; a equalização das taxas dos depósitos a prazo em pesos e dólares; e a extinção das operações interbancárias em pesos e das transações no mercado futuro envolvendo moedas estrangeiras.

No início de dezembro, o FMI anunciou a retenção do desembolso de US\$1,24 bilhão, citando o insucesso no cumprimento da meta de déficit zero. Segundo a ótica do Organismo, a deterioração das contas públicas se agravou a partir de 1999 e as políticas implementadas pelo governo argentino falharam em restabelecer a confiança do mercado.

A Câmara dos Deputados aprovou, em 19 de dezembro, duas leis que revogam os poderes especiais para condução da política

econômica conferidos ao Poder Executivo em março deste ano e liberam as restrições de saques bancários para salários e aposentadorias. Em 20 de dezembro, após o acirramento de manifestações ocorridas em diversas cidades, o Ministro da Economia renunciou ao cargo, juntamente com os demais ministros. O aprofundamento da crise argentina explicitou-se pela intensificação das manifestações sociais seguida pela renúncia do presidente da República.

## México

A economia mexicana passa por período de desaceleração, acompanhando a tendência recessiva da economia dos Estados Unidos. Nesse contexto, o PIB contraiu-se 1,6% no terceiro trimestre, na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, resultado que reflete retrações de 4,7% no PIB industrial e de 0,4% no PIB do setor de serviços, e expansão de 5,8% no PIB do setor agrícola, segundo o *Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática* (Inegi).

Os indicadores de demanda confirmam a tendência de desaquecimento da economia. As vendas no varejo reduziram-se 0,6% em agosto, comparativamente ao patamar registrado no mesmo mês do ano anterior. Na mesma base de comparação, as vendas no atacado declinaram 6,7%. Adicionalmente, os indicadores de investimento não demonstram sinais de recuperação da atividade econômica. Assim, em agosto, relativamente ao período correspondente de 2000, os investimentos em capital fixo declinaram 10,3%, reflexo da queda nos setores de máquinas e equipamentos, e os investimentos no setor de construção, 5%.

No âmbito fiscal, o governo mexicano alcançou, em setembro, superávit primário de \$9 bilhões, equivalente a 0,16% do PIB. Apesar da desaceleração da atividade econômica, as receitas totais expandiram-se 7% em relação ao patamar de setembro do ano anterior. Atualmente, o governo tem se empenhado no Congresso Nacional em aprovar reforma fiscal que aumente em até 2% do PIB a arrecadação fiscal.

O desempenho da balança comercial mexicana evoluiu em conformidade com o quadro da economia dos EUA, na medida que 90% das exportações mexicanas são destinadas àquele mercado. Nesse sentido, o saldo comercial, em outubro, apresentou-se negativo em US\$989 milhões, ante déficit de US\$870 milhões no mesmo mês do ano anterior. No acumulado do ano, as exportações atingiram US\$133,9 bilhões e as importações, US\$140,6 bilhões, perfazendo déficit comercial de US\$6,7 bilhões, ante saldo negativo de US\$5,2 bilhões no mesmo período do ano precedente.

A produção industrial também demonstrou arrefecimento da atividade, declinando 5,4% em setembro, relativamente ao mesmo mês do ano anterior, traduzindo redução de 6,2% na produção da indústria manufatureira e de 4,6% no setor de construção civil.

A retração da atividade econômica tem se refletido no nível de emprego formal. A taxa de desemprego aberto, medida pelo Inegi, situou-se em 2,9%, em outubro, ante 2,5% em setembro, e 2% em outubro de 2000. Assinale-se que o desemprego tem aumentado nos setores manufatureiros mais modernos da economia mexicana.

O balanço de pagamentos, no segundo trimestre, revelou déficit de US\$3,3 bilhões em conta corrente, resultado de déficits de US\$1,8 bilhão na balança comercial e de US\$3,9 bilhões no balanço de serviços e superávit de US\$2,4 bilhões na conta de transferências.

A trajetória de preços mantém tendência declinante. Em outubro, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) cresceu 0,45%, ante taxa de 0,93% em setembro, acumulando 5,9% em doze meses. As taxas de juros também desenham trajetória descendente, com os Certificados do Tesouro (Cetes) de 28 dias apresentando rendimento de 8,36% a.a., ante 9,32% a.a. em setembro.

Para 2002, o governo mexicano projeta crescimento do PIB em 1,7%, resultante de expansões de 4,6% no investimento, de 1,2% no consumo total e de 2,4% nas exportações.

## Chile

Recentemente, o peso chileno iniciou movimento de recuperação, não obstante os sinais cada vez mais consistentes de arrefecimento do nível de atividade naquele país. Atingido pela desaceleração da economia mundial, o peso chileno se beneficiou, neste último trimestre do ano, com a recuperação nos preços do cobre e com o declínio nos preços do petróleo. Outra contribuição importante advém do diferencial de taxa de juros, que vem ampliando-se em função das sucessivas decisões do banco central chileno em favor da manutenção do patamar da taxa de juro básica, ao mesmo tempo em que as autoridades monetárias de outros países têm optado, notadamente após os acontecimentos de setembro, por política agressiva de corte das taxas de juros. Com efeito, a taxa de câmbio nominal média, após atingir \$681,24/US\$ em setembro e \$708,10/US\$ em outubro, recuou para \$689,40/US\$ em novembro.

Refletindo o fraco desempenho da produção industrial e da atividade agrícola, o *Indicador Mensual de Actividad Económica* (Imacec) aumentou 2,4% em setembro, comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, ante crescimento de 2,8% em agosto, contribuindo para que a taxa de variação acumulada nos primeiros nove meses do ano totalizasse 3,3%. A série dessazonalizada mostrou crescimento mensal de 1,2%.

De acordo com a Câmara de Comércio, as vendas reais no varejo aumentaram 2,2% no terceiro trimestre, em relação a igual período do ano anterior.

A demanda interna declinou 0,8% no terceiro trimestre, ainda que em menor ritmo que no trimestre precedente, quando contraiu 2,8%. A formação bruta de capital fixo aumentou 3,3%, enquanto os demais componentes da demanda registraram queda, concentrada sobretudo na variação de estoques. Essa última refletiu-se, em parte, no prolongamento do comportamento negativo das importações de bens e serviços, principalmente bens intermediários, cujo volume contraiu 1,6%. O volume exportado aumentou 6,5% em relação a igual trimestre do ano anterior, com destaque para as exportações industriais e não-tradicionais.

A produção industrial, que apresentara crescimento anualizado de 0,3% em julho, na série original do *Instituto Nacional de Estadísticas* (INE), aumentou 1,7% em agosto, 0,1% em setembro e 1,5% em outubro. O PIB cresceu 2,6%, em termos reais, no terceiro trimestre de 2001, tomando-se como base igual período do ano anterior, resultado trimestral mais modesto desde a recessão de 1999. Em relação ao trimestre anterior, a série dessazonalizada registrou queda de 1,8%. Considerados os três trimestres do ano, o PIB acumulou crescimento real de 3,3%.

De acordo com levantamento do INE, a taxa de desocupação, que atingira 9,7% em agosto e 9,8% se considerada a média móvel trimestral anterior, totalizou 10,1% em setembro, recuando ligeiramente para 9,9% em outubro.

O superávit comercial em doze meses vem mostrando tendência declinante. Em agosto, situava-se em US\$1,55 bilhão, passando para US\$1,45 bilhão em setembro e US\$1,42 bilhão em outubro. No ano, o superávit comercial atingiu US\$1,16 bilhão em outubro.

Em sua última reunião mensal, em 8 de novembro, o *Consejo del Banco Central* manteve a taxa de juros básica inalterada em 6,5% a.a.

### 3.5 – Petróleo

#### Petróleo tipo Brent

Média no período

US\$/barril



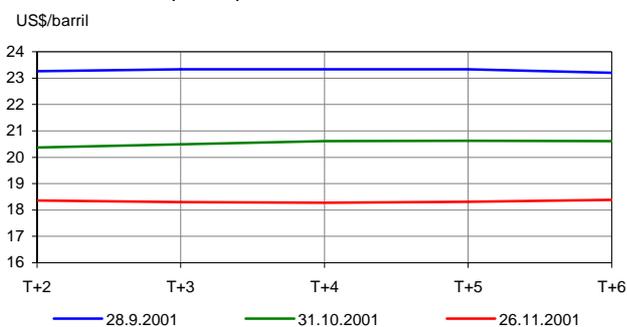
Fonte: Bloomberg

Estima-se que a demanda global de petróleo contraiu-se em 750 mil barris/dia no terceiro trimestre de 2001, resultado associado à desaceleração econômica mundial e às incertezas surgidas no cenário internacional, a partir de setembro. Na reavaliação do aumento da demanda para este ano, realizada em outubro, ocorreu redução de 400 mil barris/dia, totalizando 76 milhões de barris/dia. Para o ano de 2002, o aumento estimado foi reduzido em 200 mil barris/dia, totalizando demanda de 76,6 milhões de barris/dia.

A produção mundial de petróleo, em outubro, totalizou 76,7 milhões de barris/dia, virtualmente a mesma do mês anterior. A produção diária dos

**Petróleo à vista**

Fonte: Bloomberg

**Petróleo futuro (Brent)**

Fonte: Bloomberg

onze países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) reduziu-se em 350 mil barris, para 24,1 milhões de barris/dia, mas permanecendo 0,9 milhão acima da meta de 23,2 milhões de barris diários. A produção do Iraque cresceu 300 mil barris/dia.

Tendo revisto a situação do mercado de petróleo e as expectativas de oferta/demanda, a Opep decidiu, em 14 de novembro, reduzir sua meta de produção diária em 1,5 milhão de barris, a partir de primeiro de janeiro de 2002, condicionada à redução simultânea de 500 mil barris/dia dos países exportadores não pertencentes à Opep. Dessa forma, a redução total da oferta de petróleo em relação ao nível de janeiro de 2001 será de 5,5 milhões de barris/dia, uma vez que a Opep já reduziu a produção em 3,5 milhões de barris/dia este ano. No entanto, persiste o temor de que novos cortes não tenham eficácia na recuperação dos

decrecentes preços do petróleo, caso os produtores não associados, como México, Noruega e Rússia, não reduzam a oferta.

O preço do petróleo tipo *Brent* no mercado à vista declinou de US\$25,40/barril, no final do primeiro semestre, para US\$29,99/barril, no fim do terceiro trimestre. Em 10 de dezembro, a cotação situava-se em US\$17,92/barril, representando queda de 29,4% no período.

No mercado futuro, as cotações do petróleo mostraram-se praticamente constantes para os vários prazos de entrega, negociados em mesma data. O patamar de preços em novembro totalizou US\$18,30/barril, ante US\$20,5/barril em final de outubro e US\$23,30/barril ao final de setembro.

### 3.6 – Conclusão

Os acontecimentos recentes têm ratificado a velocidade e a intensidade com que perturbações negativas repercutem na estabilidade econômica

global, conforme sinaliza a deterioração das perspectivas de crescimento da economia mundial, apesar dos esforços das principais economias de respaldar políticas monetária e fiscal expansionistas. Nesse contexto, o cenário macroeconômico mundial é de desaceleração econômica com redução das pressões inflacionárias e baixa confiança dos agentes.

Os indicadores da economia norte-americana reforçam a tendência de desaceleração da expansão da atividade econômica, embora em ritmos distintos, quando considerados os setores da economia. No terceiro trimestre, o PIB dos Estados Unidos apresentou contração de 1,1%, refletindo declínios de 10,7% no investimento privado e 17,7% nas exportações. O consumo, que vinha sustentando o produto, expandiu-se 1,1% e os gastos do governo, 0,8%, registrando desaceleração em relação ao trimestre anterior. Do lado da oferta, verifica-se a realocação de fatores produtivos da produção de bens para o setor de serviços. Enquanto a primeira registra declínios desde o quarto trimestre de 2000, a segunda vem mantendo trajetória consistente de crescimento desde 1997. As expectativas dos agentes, captadas pelas pesquisas entre empresários (NAPM) e consumidores (*Conference Board*), também apresentaram-se distintas em novembro. O indicador de expectativas da indústria manufatureira, após redução em outubro, recuperou-se em novembro, mas persiste, pelo 16º mês consecutivo abaixo de 50 pontos, indicando retração. O índice que mede a confiança dos consumidores contraiu 31,8 pontos de agosto a novembro, refletindo as incertezas quanto às condições econômicas no curto prazo. Esse quadro sugere que a recuperação da economia norte-americana não deverá transcender de forma vigorosa, com as expectativas do mercado apontando para a retomada sustentada do crescimento somente a partir do terceiro trimestre de 2002.

As economias da Área do Euro continuam apresentando desaceleração no ritmo de expansão da atividade econômica, agravada pela retração da demanda externa mundial, que poderá reverter a tendência ascendente do saldo comercial regional, e pela permanência das expectativas desfavoráveis dos negócios.

No Japão, os principais indicadores de demanda e de oferta apontam para o aprofundamento da recessão naquele país. A manutenção da política monetária de taxa de juros zero, associada à adoção de medidas

fiscais destinadas ao aquecimento da economia, não vêm surtindo resultados positivos. O Banco do Japão projeta contração do PIB entre 1,6% e 0,6% para o ano fiscal de 2001.

A desaceleração econômica sincronizada das três principais economias mundiais vem refletindo na evolução das economias emergentes. Nesse sentido, na China e na Coréia, o crescimento econômico mostra-se sustentado pela demanda interna, compensando a retração da demanda externa. A aprovação da entrada da China na OMC, em 10 de novembro, significará a ampliação dos mercados para exportação, ao mesmo tempo em que impõe novos desafios, em razão das profundas transformações que deverão ocorrer em setores chaves da economia chinesa.

Quanto à América Latina, assinala-se as retrações do mercado financeiro internacional - associada ao ambiente de incerteza e de aversão ao risco dos investidores - e do comércio, resultante de menor demanda externa. Na Argentina, esse cenário acentuou o quadro recessivo do país, dificultando a consecução de metas acordadas com o FMI e a implementação do programa de reestruturação da dívida pública. As dificuldades se intensificaram provocando o agravamento de manifestações sociais, que determinaram a renúncia do ministério e a decretação de estado de sítio no país. O aprofundamento da crise explicitou-se pela continuidade das manifestações sociais e pela renúncia do presidente da República.

## 4 – Setor externo

O desaquecimento da economia e, principalmente, a depreciação do real, no segundo semestre do ano, foram os principais determinantes internos para o comportamento do balanço de pagamentos, influenciado também pela configuração que tomou o cenário internacional nesse período. Em reação a esse ambiente, o saldo em transações correntes explicitou a evolução favorável das exportações e importações de bens e serviços.

Os resultados mais recentes da balança comercial confirmam o superávit esperado no ano, os investimentos voltaram para um patamar superior e a necessidade de proteção cambial foi reduzida, com recuperação gradativa de confiança por parte dos investidores.

### 4.1 – Comércio de bens

#### Balança comercial - FOB

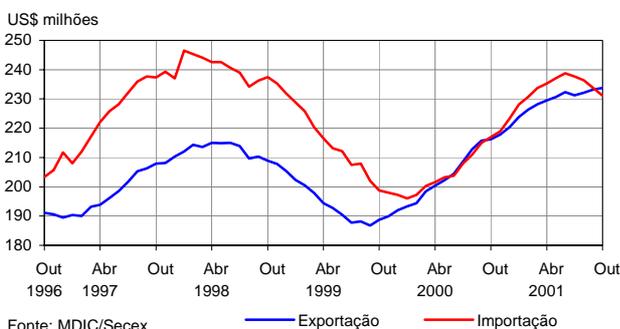
Período	Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões	
					Corrente de comércio
Jan-out 2001	49 377	47 878	1 499		97 254
2000	46 037	45 902	134		91 939
Var. %	7,3	4,3			5,8

Fonte: MDIC/Secex

A série de superávits comerciais mensais iniciada em abril tem-se mantido nos últimos meses, em razão da redução das importações e pela sustentação das exportações, impulsionadas por vendas de importantes itens da pauta de produtos básicos e semimanufaturados. No primeiro semestre de 2001, as exportações cresceram 11,6%, ante o patamar registrado em igual período de 2000, e as importações, 15,1%, taxas que atingem 1,8% e -9,3%, respectivamente, se considerado o desempenho no quadrimestre subsequente. No período janeiro a outubro, as exportações somaram US\$49,4 bilhões e as importações, US\$47,9 bilhões, o que representou crescimento de 7,3% e 4,3%, respectivamente, em relação às assinaladas em igual período de 2000. O superávit comercial passou

**Balança comercial - média móvel 3 meses****Médias diárias de exportação e importação - FOB**

Acumulado em 12 meses



de US\$134 milhões, em 2000, para US\$1,8 bilhão, em 2001, com crescimento de 5,8% na corrente de comércio no período comparativo.

A evolução favorável das exportações esteve associada à depreciação da taxa de câmbio real, que totalizou 17,2% no período de janeiro a outubro de 2001, ante igual período de 2000, se deflacionada pelo Índice de Preços por Atacado - Disponibilidade Interna (IPA-DI), e ao desempenho de alguns produtos, sobretudo soja e derivados, proteína animal, açúcar e derivados do petróleo. A retração nas importações deveu-se à depreciação cambial e à redução da demanda interna.

Os eventos interdependentes que afetaram o comércio externo, principalmente no segundo semestre, como o desaquecimento da economia doméstica e mundial e a depreciação cambial, refletiram-se nos índices de preços das exportações e das importações. Assim, em outubro, as exportações apresentaram redução de preços de 2,6%, no ano, e de 5,8%, em relação a igual período de 2000, enquanto os preços das importações retraíram-se 1,8% e 3,7%, respectivamente. A quantidade exportada elevou-se nos dois períodos comparativos, 10,1% e 14,3%, respectivamente, e a quantidade importada, que cresceu 6,2% no período de janeiro a outubro, contraiu 4,5% se considerados os meses de outubro dos dois anos. A redução nos preços das exportações, sobretudo de produtos básicos e semimanufaturados, em ritmo mais acelerado que a queda nos preços das importações, implicou deterioração nos termos de troca durante o ano.

A manutenção de patamar elevado para as exportações e a queda das importações, no último trimestre do ano, representam inversão do comportamento típico do período. Nesse sentido, assinala-se o desempenho das vendas externas de básicos e semimanufaturados, que apresentaram crescimento no *quantum* de 40,9% e 34% em outubro, ante outubro de 2000, respectivamente, acentuando o superávit

**Exportação por fator agregado - FOB**

Janeiro-outubro

Discriminação	US\$ milhões					
	Acumulado			Média diária		
	2000	2001	Var. %	2000	2001	Var. %
Total	46 037	49 377	7,3	219,2	235,1	7,3
Básicos	10 714	13 255	23,7	51,0	63,1	23,7
Industrializados	34 038	34 537	1,5	162,1	164,5	1,5
Semimanufaturados	7 010	6 868	-2,0	33,4	32,7	-2,0
Manufaturados	27 028	27 670	2,4	128,7	131,8	2,4
Operações especiais	1 284	1 585	23,4	6,1	7,5	23,4

Fonte: MDIC/Secex

**Exportação por fator agregado - FOB**

Principais produtos - janeiro-outubro

Discriminação	US\$ milhões		
	Média diária		Variação
	2000	2001	percentual
Total	219,2	235,1	7,3
Básicos	51,0	63,1	23,7
Soja mesmo triturada	10,0	12,6	25,8
Minérios de ferro	12,3	12,0	-2,4
Farelo de soja	6,6	8,3	25,5
Carne de frango, inclusive miúdos	3,2	5,1	60,8
Café cru em grão	6,3	4,8	-23,0
Fumo em folhas e desperdícios	3,2	4,0	24,2
Carne bovina <i>in natura</i>	2,0	2,9	43,5
Semimanufaturados	33,4	32,7	-2,0
Açúcar de cana em bruto	2,6	5,4	112,3
Celulose	6,8	5,1	-24,7
Semimanufaturados, de ferro ou aços	5,6	4,0	-28,4
Couros e peles	2,9	3,4	19,1
Alumínio em bruto	3,6	2,9	-18,9
Manufaturados	128,7	131,8	2,4
Aviões	12,1	11,5	-5,0
Automóveis de passageiros	6,9	8,0	15,5
Calçados	6,4	6,9	6,9
Aparelhos transm. ou receptores	6,3	6,7	5,2
Autopeças	4,8	4,8	-0,9
Motores para veículos automóveis	4,3	4,4	1,9
Óleos combustíveis	1,2	3,3	171,9
Açúcar refinado	1,6	3,3	103,6
Suco de laranja congelado	4,3	3,2	-25,5
Bombas, compressores etc.	2,9	2,6	-9,3
Laminados planos de ferro/aço	3,5	2,4	-30,5
Papel e cartão para fins gráficos	2,1	2,2	3,6
Gasolina	1,5	2,1	41,3
Móveis e suas partes	1,9	1,9	0,8
Pneumáticos	2,1	1,9	-10,6
Motores/gerad./transf.elétr. e partes	1,4	1,8	25,2
Operações especiais	6,1	7,5	23,4
Óleos e comb. para consumo de bordo	3,8	4,5	16,4

Fonte: MDIC/Secex

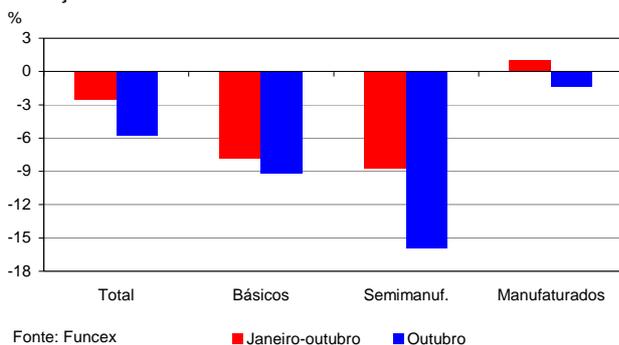
comercial dessazonalizado no mês e explicando, em parte, o saldo dessazonalizado anualizado de US\$8,4 bilhões relativo a novembro de 2001.

O crescimento das exportações esteve associado ao aumento de 23,7% nas vendas de produtos básicos, que totalizaram US\$13,3 bilhões no período de janeiro a outubro de 2001, revelando crescimento de 34,1% na quantidade e queda de 7,8% nos preços. Destacaram-se as vendas de soja e farelo de soja, que expandiram-se 25,5% no período, e as de proteína animal, em especial de carne de frango, 60,8%, e de carne bovina, 43,5%, cujas demandas mundiais elevaram-se após o surto infeccioso verificado na pecuária europeia. Assinale-se, ainda, entre os principais produtos básicos, o crescimento de 24,2% nas exportações de fumo e a contração de 23% nas referentes a café.

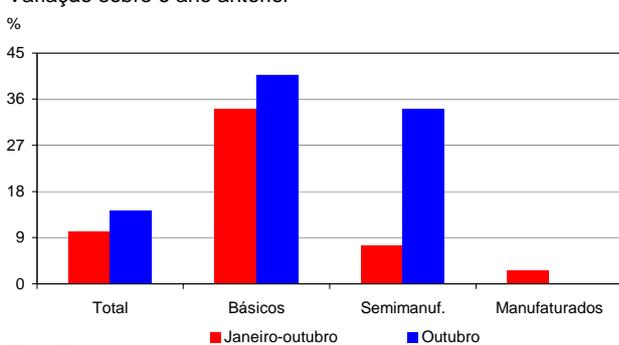
As exportações de semimanufaturados totalizaram US\$6,9 bilhões, apresentando retração de 2%, comparativamente ao total acumulado entre janeiro e outubro de 2000. Registrou-se, no período, queda de 8,7% nos preços e expansão de 7,4% na quantidade exportada. Entre os principais produtos semimanufaturados, encontram-se insumos cuja demanda foi afetada pela retração econômica mundial, tais como celulose, cujas exportações declinaram 24,7%, e semimanufaturados de ferro ou aços e alumínio em bruto, cujas contrações situaram-se em 28,4% e 18,9%, respectivamente. Por outro lado, as vendas externas de açúcar, que em 2000 refletiram a opção dos produtores pela maior rentabilidade associada à produção do álcool, apresentaram crescimento de 112,3%, principalmente em razão da quantidade embarcada.

**Exportações - índice de preços**

Variação sobre o ano anterior

**Exportações - índice de quantum**

Variação sobre o ano anterior



O crescimento das exportações de produtos manufaturados persiste em trajetória declinante, tendo alcançado 2,4% no período de janeiro a outubro, com receitas de US\$27,7 bilhões. A participação das vendas da categoria no total das exportações declinou de 58,7%, em 2000, para 56%, em 2001. A retração marginal tem ocorrido nos preços e na quantidade, que registraram crescimentos de 1,1% e 2,5%, no período, ante 1,7% e 6,7%, respectivamente, no acumulado do primeiro semestre de 2001, ante igual período de 2000. Na sustentação das exportações de produtos manufaturados, têm-se destacado as exportações de automóveis, que cresceram 15,5% no período de janeiro a outubro de 2001, relativamente a igual período de 2000, com vendas impulsionadas pelo menor custo de produção no país, relativamente a outros centros de produção automotiva, e por acordos bilaterais. As exportações de óleos combustíveis e de gasolina mostraram incremento de 171,9% e 41,3% no período, em razão

de estratégia mercadológica e maior capacidade de refino de petróleo por parte da Petrobras. As vendas externas de açúcar refinado elevaram-se 103,6%, em razão da maior produção interna, motivada pela redução da rentabilidade na produção de álcool, e pelo crescimento da demanda de países do Oriente Médio, da África e da Rússia. Entre os produtos manufaturados que apresentaram retração das exportações, assinala-se aviões, 5%, e suco de laranja, 25,5%.

**Importação por categoria de uso final - FOB**

Janeiro-outubro

Discriminação	US\$ milhões					
	Acumulado			Média diária		
	2000	2001	Var. %	2000	2001	Var. %
Total	45 902	47 878	4,3	218,6	228,0	4,3
Bens de capital	10 994	12 563	14,3	52,4	59,8	14,3
Matérias-primas	23 729	23 889	0,7	113,0	113,8	0,7
Bens de consumo	5 973	6 086	1,9	28,4	29,0	1,9
Duráveis	2 734	3 081	12,7	13,0	14,7	12,7
Não-duráveis	3 239	3 005	-7,2	15,4	14,3	-7,2
Comb. e lubrific.	5 207	5 339	2,5	24,8	25,4	2,5

Fonte: MDIC/Secex

As importações aumentaram 4,3% no período de janeiro a outubro, comparativamente ao total registrado em período correspondente do ano anterior, perfazendo US\$47,9 bilhões. Desde julho, observam-se taxas negativas na comparação com mesmo mês do ano anterior, o que coincide com a desaceleração do PIB ocorrida no período.

O incremento nos gastos anuais com importação deveu-se à elevação na quantidade importada, uma vez que os preços apresentaram-se em queda,

**Importação por categoria de uso final - FOB**

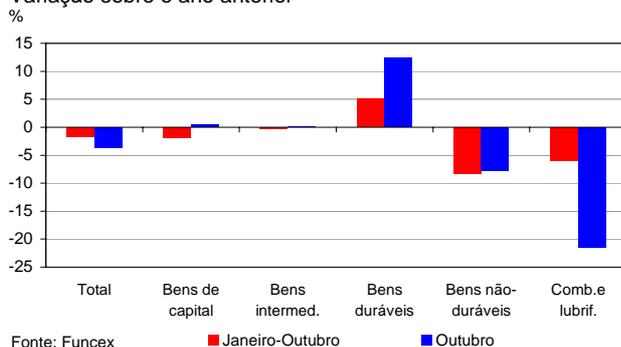
Principais produtos - janeiro-outubro

Discriminação	US\$ milhões		
	Média diária		
	2000	2001	Var. %
Total	218,6	228,0	4,3
Bens de capital	52,4	59,8	14,3
Maquinaria industrial	15,2	18,5	22,3
Máq./apar. escritório, serviço científico	9,8	10,8	10,1
Peças para bens de capital para indústria	6,2	7,5	21,5
Acessórios de maquinaria industrial	3,7	4,2	10,8
Demais	17,5	18,8	7,9
Matérias-primas e bens intermediários	113,0	113,8	0,7
Produtos químicos e farmacêuticos	31,4	32,7	4,1
Produtos intermediários - partes e peças	19,3	19,6	1,7
Produtos minerais	19,4	18,9	-2,6
Naftas	7,2	5,8	-19,4
Acessórios de equipamentos de transporte	16,3	17,7	8,9
Produtos agropecuários não-alimentícios	9,9	8,1	-18,6
Produtos alimentícios	6,6	6,5	-2,3
Demais	10,1	10,3	1,8
Bens de consumo duráveis	13,0	14,7	12,7
Veículos automóveis de passageiros	4,4	6,0	38,0
Objetos de adorno pessoal	2,7	2,9	5,3
Máquinas e aparelhos de uso doméstico	2,2	1,9	-10,9
Peças para bens de consumo duráveis	2,1	1,8	-10,7
Móveis e outros equipamentos para casa	0,7	1,0	39,8
Demais	1,0	1,0	2,3
Não-duráveis	15,4	14,3	-7,2
Produtos alimentícios	5,9	4,7	-19,8
Produtos farmacêuticos	4,5	4,6	3,1
Produtos de tocador	1,0	0,9	-5,2
Vestuário e outras confecções têxteis	0,7	0,7	9,2
Bebidas e tabacos	0,6	0,7	26,4
Demais	2,9	2,7	-8,5
Combustíveis e lubrificantes	24,8	25,4	2,5
Petróleo	13,2	13,0	-1,7
Demais	11,6	12,4	7,4

Fonte: MDIC/Secex

**Importações - índice de preços**

Variação sobre o ano anterior



Fonte: Funcex

■ Janeiro-Outubro

■ Outubro

excetuando-se bens de consumo duráveis. Em outubro de 2001, as categorias que apresentaram maior retração nos preços foram combustíveis e lubrificantes e bens de consumo não-duráveis, evidenciando a queda nos preços do petróleo. Do ponto de vista do *quantum* importado, bens de capital foram a categoria mais dinâmica, registrando as maiores variações em outubro de 2001 e no ano. As quantidades de bens intermediários e de consumo duráveis apresentaram queda em relação ao patamar de outubro de 2000, apesar do incremento no acumulado anual.

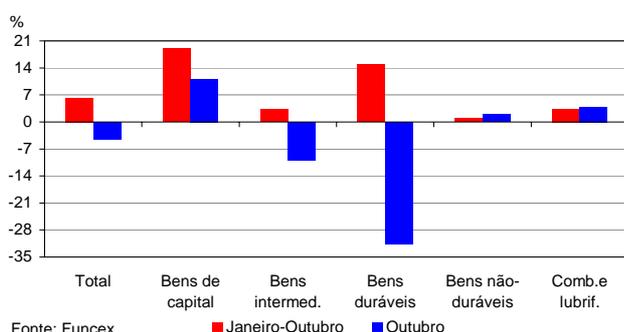
No ano, as importações de maquinaria industrial, máquinas e aparelhos de escritório/serviço científico, peças para bens de capital para indústria, produtos químicos e farmacêuticos, veículos automóveis de passageiros e óleo diesel exerceram pressão mais acentuada sobre a balança comercial. Em outubro, como resultado da redução na atividade econômica, as importações relativas a todas as categorias de uso reduziram-se, em relação às de equivalente mês de 2000, excetuando-se as de bens de capital, influenciadas por reduções do imposto de importação no âmbito do regime de ex-tarifários e pela necessidade de geração de energia elétrica por fontes alternativas aos recursos hídricos. No ano, as importações de bens de capital contribuíram com 79,4% para o aumento total das importações.

A expressiva contração nas compras de bens de consumo duráveis registrada no bimestre setembro/outubro relacionou-se com o recuo das aquisições de máquinas e aparelhos de uso doméstico, em parte como resultado do racionamento de energia, e de automóveis de passageiros, como reflexo do próprio arrefecimento da atividade econômica. As

importações de não-duráveis mantiveram-se em patamar inferior ao registrado em 2000, com acentuada redução em produtos alimentícios. Igualmente significativa foi a redução no volume das compras de matérias-primas e produtos intermediários, principalmente em produtos minerais, reflexo da retração nas compras de nafta, em produtos agropecuários não-alimentícios e em partes e peças de produtos intermediários.

### Importações - índice de *quantum*

Varição sobre o ano anterior



Registre-se, ainda, que a redução no valor das importações de petróleo relacionou-se à queda nos preços, uma vez que o *quantum* apresentou crescimento. Interessante ressaltar que, caso o preço-médio das importações do produto em 2000 estivesse vigindo no período julho-outubro deste ano, o valor de aquisição das importações de petróleo relativas ao quadrimestre iria expandir aproximadamente US\$100 milhões.

### Exportação e importação por área geográfica - FOB

Janeiro-outubro

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2000	2001	Var. %	2000	2001	Var. %	2000	2001
Total	46 037	49 377	7,3	45 902	47 878	4,3	134	1 499
Aladi	10 632	10 429	-1,9	9 764	8 660	-11,3	868	1 769
Mercosul	6 377	5 594	-12,3	6 474	6 052	-6,5	-97	-459
Argentina	5 135	4 432	-13,7	5 687	5 384	-5,3	-552	-953
Demais	1 242	1 162	-6,4	787	668	-15,1	455	494
México	1 425	1 515	6,3	602	601	-0,1	824	914
Demais	2 830	3 320	17,3	2 688	2 006	-25,4	142	1 314
EUA <sup>1/</sup>	11 187	11 969	7,0	10 707	11 195	4,6	480	774
UE	12 623	12 843	1,7	11 653	12 746	9,4	970	97
Europa Or. <sup>2/</sup>	733	1 424	94,3	950	960	1,1	-217	464
Ásia	5 367	5 908	10,1	6 995	7 697	10,0	-1 629	-1 789
Japão	2 156	1 688	-21,7	2 460	2 658	8,1	-303	-969
Coréia (Sul)	488	597	22,3	1 158	1 402	21,1	-670	-805
China	868	1 682	93,7	969	1 109	14,5	-101	572
Outros	1 854	1 942	4,7	2 409	2 528	4,9	-555	-587
Demais	5 495	6 803	23,8	5 834	6 619	13,5	-338	184

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

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

No intercâmbio comercial brasileiro, registre-se o crescimento do superávit com os países da Aladi, de US\$868 milhões no período de janeiro a outubro de 2000, para US\$1,8 bilhão, no período correspondente em 2001. Esse aumento deveu-se, fundamentalmente, à redução de 11,3% nas importações brasileiras, em especial da Venezuela, 47,8%, motivada pela redução do preço do petróleo e derivados. No âmbito do Mercosul, ressalte-se a redução de 13,7% nas exportações destinadas à Argentina.

Quanto aos EUA, verificou-se crescimento de 7% nas exportações e de 4,6% nas importações, elevando o superávit de US\$480 milhões para US\$774 milhões. Houve incremento nas vendas de aviões, calçados, aparelhos transmissores ou receptores, automóveis e, sobretudo, óleos combustíveis e gasolina, que se constituíram nos principais produtos exportados para os EUA no período.

Com relação à União Européia (UE), ocorreu expansão de 9,4% nas importações e de 1,7% nas exportações, determinando redução do superávit de US\$970 milhões, no período de janeiro a outubro de 2000, para US\$97 milhões, em 2001.

As vendas externas de açúcar constituíram-se no fator preponderante ao aumento de 94,3% nas exportações para a Europa Oriental. O saldo comercial com o bloco reverteu-se de déficit de US\$217 milhões para superávit de US\$464 milhões, no período comparativo.

No que se refere ao comércio com os países asiáticos, no período de janeiro a outubro, o déficit ampliou-se de US\$1,6 bilhão para US\$1,8 bilhão, principalmente pela retração de 21,7% nas exportações para o Japão. Assinale-se o aumento do intercâmbio com a Coreia do Sul e, principalmente, com a China, com as exportações para a Coreia do Sul expandindo 22,3% e as importações, 21,1%, implicando aumento no déficit comercial, de US\$670 milhões, para US\$805 milhões. Em relação à China, verificou-se crescimento de 93,7% nas exportações, sobressaindo-se as vendas de soja em grão, farelo de soja e automóveis, enquanto as importações elevaram-se 14,5%.

## 4.2 – Serviços e rendas

O fluxo líquido de serviços e rendas com o exterior resultou em pagamentos de US\$22,7 bilhões no período de janeiro a outubro de 2001, aumento de 10,6% em relação ao registrado no mesmo período do ano anterior. Esse aumento deveu-se, em sua maior parte, à elevação nas remessas líquidas de renda para o exterior, destacados os lucros e dividendos.

Os serviços registraram déficit de US\$6,5 bilhões no período. A expansão de 11,8% esteve vinculada, principalmente, à elevação de US\$822 milhões em gastos líquidos com aluguel de equipamentos e ao déficit de US\$197 milhões relativo a seguros, ante superávit de US\$6 milhões no ano anterior. As despesas líquidas com transportes diminuíram US\$203 milhões, com aumento de US\$42 milhões em gastos líquidos com fretes e redução de US\$245 milhões com outros serviços de transportes. Os gastos líquidos com viagens internacionais registraram

**Transações correntes**

Discriminação	US\$ bilhões			
	1999	2000	2001	
	Ano	Jan-Out	Ano	Jan-Out
Transações correntes	-25,4	-19,1	-24,7	-19,9
Balança comercial	-1,3	0,1	-0,7	1,5
Exportações	48,0	46,0	55,1	49,4
Importações	49,3	45,9	55,8	47,9
Serviços	-7,0	-5,9	-7,6	-6,5
Transportes	-3,1	-2,7	-3,3	-2,5
Viagens internacionais	-1,5	-1,7	-2,1	-1,3
Computação e informações	-1,0	-0,9	-1,1	-0,9
Aluguel de equipamentos	-0,6	-0,9	-1,3	-1,7
Demais	-0,8	0,4	0,2	-0,1
Rendas	-18,8	-14,7	-17,9	-16,1
Juros	-14,9	-12,1	-14,6	-12,5
Lucros e dividendos	-4,1	-2,6	-3,3	-3,7
Salários e ordenados	0,1	0,1	0,1	0,1
Transferências correntes	1,7	1,2	1,5	1,3

diminuição de US\$394 milhões, resultado da retração nos gastos de brasileiros com viagens ao exterior, associada ao aumento de custos decorrentes da depreciação cambial e, a partir de setembro, aos atentados nos Estados Unidos.

A remessa líquida de renda para o exterior somou US\$16,1 bilhões, com o crescimento de US\$1,5 bilhão concentrando-se em lucros e dividendos, cujas remessas líquidas aumentaram 43,2%. As remessas líquidas de lucros e dividendos relativos a investimentos diretos e em carteira cresceram US\$869 milhões e US\$253 milhões, respectivamente. Os pagamentos líquidos de juros cresceram em proporção menor, 3,1%, e somaram US\$12,5 bilhões. Esse aumento concentrou-se em juros de títulos de renda fixa, cujas despesas líquidas aumentaram US\$751 milhões.

Registraram-se elevações de pagamentos de juros referentes a *bônus*, US\$651 milhões, *notes*, US\$433 milhões, *commercial papers*, US\$64 milhões, e empréstimos intercompanhias, US\$194 milhões. Essas elevações foram compensadas, parcialmente, pela redução de US\$767 milhões em pagamentos de juros de outros investimentos, com destaque para a queda de US\$450 milhões em juros pagos pelo Banco Central.

**Conta financeira**

Discriminação	US\$ bilhões			
	1999	2000	2001	
	Ano	Jan-Out	Ano	Jan-Out
Conta financeira	17,0	12,9	19,1	24,4
Investimentos diretos	26,9	22,9	30,5	18,5
Brasileiros no exterior	-1,7	-1,9	-2,3	1,9
Estrangeiros no País	28,6	24,8	32,8	16,6
Participações	30,0	22,5	30,0	13,5
Intercompanhias	-1,4	2,2	2,8	3,1
Investimentos em carteira	3,8	6,2	7,0	2,4
Ativos	0,3	-1,8	-1,7	-0,8
Passivos	3,5	8,0	8,7	3,3
Derivativos	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4
Outros investimentos	-13,6	-16,0	-18,2	3,8
Ativos	-4,4	-0,5	-3,0	-5,5
Passivos	-9,2	-15,6	-15,2	9,3

**4.3 – Conta financeira**

A conta financeira registrou ingresso líquido de US\$24,4 bilhões nos dez primeiros meses de 2001. Os investimentos estrangeiros diretos somaram US\$16,6 bilhões, queda de 32,9% em relação ao registrado no mesmo período de 2000. O ingresso líquido para participação no capital de empresas brasileiras somou US\$13,5 bilhões, contração de 40,2%, compensada, em parte, pela elevação de US\$919 milhões nos desembolsos líquidos de empréstimos intercompanhias.

## Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões			
	2000	2001		2002
	Ano	Jan-Out	Ano <sup>1/</sup>	Ano <sup>2/</sup>
Usos	-56,6	-48,8	-56,4	-47,7
Transações correntes	-24,7	-19,9	-23,4	-20,6
Balança comercial	-0,7	1,5	2,0	5,0
Serviços e rendas	-25,5	-22,7	-27,0	-27,2
Juros	-14,6	-12,5	-14,9	-14,5
Lucros e dividendos	-3,3	-3,7	-4,4	-4,8
Viagens internacionais	-2,1	-1,3	-1,4	-1,2
Demais	-5,4	-5,1	-6,2	-6,7
Transferências correntes	1,5	1,3	1,6	1,6
Amortizações médio e longo prazo <sup>3/</sup>	-32,0	-28,9	-33,1	-27,1
Bônus, <i>notes</i> e <i>commercial papers</i>	-13,1	-14,8	-17,1	-9,6
Pagas	-7,0	-12,6	-15,0	-9,6
das quais dívida nac. ( <i>Bradies</i> )	-	-3,1	-3,1	0,0
Refinanciados	-6,1	-2,2	-2,2	0,0
Crédito de fornecedores	-5,7	-2,7	-2,7	-2,9
Empréstimos diretos <sup>4/</sup>	-13,2	-11,4	-13,1	-14,6
Fontes	56,6	48,8	56,4	47,7
Conta capital	0,3	0,2	0,3	0,0
Investimentos estrangeiros diretos	32,8	16,6	20,0	18,0
Inv. ações e pap. dom. longo prazo	2,8	2,2	2,6	3,1
Desembolsos médio e longo prazo <sup>5/</sup>	37,3	30,2	33,7	27,7
Bônus, <i>notes</i> e <i>commercial papers</i>	18,7	15,3	16,0	10,8
Crédito de fornecedores	2,7	2,2	2,7	2,8
Empréstimos diretos	15,9	12,7	15,1	14,1
Ativos brasileiros no exterior	-6,6	-3,9	-3,6	-1,1
Depósitos de bancos	1,3	-2,3	-3,4	2,2
Demais ativos	-7,9	-1,7	-0,1	-3,3
Empréstimos ao Banco Central	-10,4	6,7	6,7	-2,5
Demais <sup>6/</sup>	-1,8	1,1	0,4	0,0
Ativos de reservas	2,3	-4,4	-3,6	2,5

1/ Previsão.

2/ Projeção.

3/ 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. Exclui amortizações de empréstimos ao Banco Central e intercompanhias.

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

5/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

6/ Registra papéis de curto prazo, crédito comercial de curto prazo, derivativos financeiros, depósitos de não-residentes, outros passivos e erros e omissões.

Os investimentos estrangeiros em carteira registraram ingressos líquidos de US\$3,3 bilhões. Os investimentos em ações somaram US\$2,5 bilhões, com ingressos líquidos de US\$2,8 bilhões referentes a ações negociadas no exterior e saídas de US\$363 milhões em ações negociadas no País. Os investimentos em títulos de renda fixa totalizaram US\$798 milhões, com saídas de US\$236 milhões aplicados em títulos negociados no País e ingressos líquidos de US\$1 bilhão relativos a ações negociadas no exterior. Observaram-se colocações líquidas de US\$2,1 bilhões em bônus e de US\$541 milhões em títulos de curto prazo, compensados, em parte, pela amortização líquida de US\$1,6 bilhão de *notes* e *commercial papers*.

Outros investimentos brasileiros no exterior registraram saídas líquidas de US\$5,5 bilhões. Essas saídas concentraram-se no aumento líquido de US\$5 bilhões em depósitos de residentes no exterior, dos quais US\$4,2 bilhões de bancos e US\$808 milhões de demais setores.

Outros investimentos estrangeiros líquidos no País somaram US\$9,3 bilhões, dos quais US\$6,8 bilhões relativos ao Programa de Assistência Financeira (PAF). Os créditos comerciais líquidos concedidos a residentes somaram US\$2,7 bilhões, com amortizações líquidas de US\$135 milhões de recursos de longo prazo e concessões líquidas de US\$2,9 bilhões de recursos de curto prazo. Os empréstimos líquidos a residentes totalizaram US\$7,4 bilhões, incluídos os recursos desembolsados ao Banco Central pelo FMI, no âmbito do PAF. Os empréstimos aos demais setores resultaram em ingressos

líquidos de US\$708 milhões, com desembolsos líquidos de US\$1,6 bilhão de recursos de longo prazo e amortizações líquidas de US\$930 milhões de recursos de curto prazo. Nos empréstimos de longo prazo observaram-se desembolsos líquidos de US\$1,1 bilhão provenientes de organismos e de

## Projeção para o balanço de pagamentos em 2002

### Balança comercial

A projeção para a balança comercial, com base no método dos mínimos quadrados, partiu de três equações para as exportações e de quatro equações para as importações, a saber: exportações de produtos básicos, semimanufaturados e manufaturados, e importações de bens de capital, de matérias-primas, de bens de consumo duráveis e de bens de consumo não-duráveis. Os cálculos foram feitos a partir de séries trimestrais de índices de *quantum* da Funcex para cada categoria.

Na estimativa para as importações de combustíveis e lubrificantes, considerou-se para os preços a mesma variação esperada para a cotação do petróleo, em torno de -23,7%, tomando-se a cotação de US\$18,50 por barril na média para 2002 (*World Economic Outlook* – WEO/IMF), e aumento de 4% no consumo doméstico.

Diante desse cenário, as exportações cresceriam 5,8%, as importações 1,3% e o saldo comercial alcançaria US\$4,7 bilhões. As taxas de crescimento são moderadas, no caso das exportações, porque a recuperação da economia mundial dar-se-á de forma lenta em 2002, e no caso das importações, em razão de a economia doméstica também estar avançando em ritmo moderado, o que inibe as compras externas, já contidas pela depreciação da moeda.

O superávit comercial do trimestre setembro a novembro, visto pelo saldo médio dessazonalizado, totalizou US\$704 milhões. Caso a balança comercial repetisse o desempenho desse trimestre em 2002, o superávit anual seria de US\$8,4 bilhões.

As projeções com base no comportamento de variáveis determinantes ou, simplesmente, com base no comportamento recente das exportações e das importações, são alguns referenciais do que se pode esperar do comércio para 2002. Em ambos os casos, há sinais claros de melhora importante do saldo da balança comercial, o que justifica os US\$5 bilhões de superávit incluídos na projeção do balanço de pagamentos.

## Projeção da balança comercial para 2002

Discriminação	Variáveis determinantes				Resultados	
	PIB mundial	PIB doméstico	T.câmbio real	Variável dependente (-1)	Var. %	Valor (US\$ bilhões)
	Coeficientes de regressão					
Exportações	-	-	-	-	5,8	61,6
Básicos	-	1,24	-	0,63	15,1	17,5
<i>R2 = 0,905</i>	-	(4,45)	-	(4,63)		
Semimanufaturados	1,14	-0,90	0,14	0,39	-0,4	8,2
<i>R2 = 0,94</i>	(6,71)	(-2,93)	(2,06)	(4,63)		
Manufaturados	0,26	-	0,24	0,52	3,2	35,9
<i>R2 = 0,94</i>	(4,09)	-	(4,10)	(6,85)		
Importações	-	-	-	-	1,3	56,9
Bens de consumo	-	-	-	-	3,2	5,9
Duráveis	-	1,51	-0,60	0,83	9,5	2,3
<i>R2 = 0,983</i>	-	(2,92)	(-3,07)	(15,27)		
Não-duráveis	-	1,61	-0,61	0,35	-0,3	3,7
<i>R2 = 0,983</i>	-	(3,92)	(-6,79)	(4,24)		
Matérias-primas	-	1,92	-0,31	0,47	3,7	33,8
<i>R2 = 0,984</i>	-	(8,97)	(-3,68)	(7,95)		
Combustíveis e lubrific.	-	-	-	-	-20,7	5,7
Bens de capital	-	1,19	-0,26	0,42	7,4	11,5
<i>R2 = 0,985</i>	-	(2,51)	(-2,90)	(4,46)		
Saldo	-	-	-	-	-	4,7

## Usos e fontes

Quanto aos demais itens do balanço de pagamentos, as projeções para 2002 indicam pequeno aumento nas despesas líquidas com serviços e rendas. O item que determina esse aumento é a remessa de lucros e dividendos, cujos envios projetados para 2002 superam as remessas de 2001, em razão não só do acúmulo de investimentos dos últimos anos, em processo de amadurecimento, mas também por um cenário de maior estabilidade no mercado de câmbio. Os pagamentos líquidos de juros devem apresentar ligeira queda, ainda que haja aumento da dívida externa em 2002, por conta da redução na taxa básica de juros. A taxa de juros média considerada para a dívida externa com posição em setembro de 2001 foi de 7% a.a., e a taxa média considerada para os novos desembolsos, de outubro de 2001 a junho de 2002, com impacto nas despesas do próximo ano, de 5,9% a.a. Nesse caso, partiu-se do patamar de 2% a.a. para a taxa básica, mais um *spread* variável de acordo com cada modalidade de endividamento. O *spread* mais alto, 5,5% a.a., foi atribuído às captações via bônus, por serem de prazos mais extensos, e o mais reduzido, 3,5% a.a., aos créditos de fornecedores e aos empréstimos intercompanhias, operações normalmente efetuadas entre empresas do mesmo grupo.

**Hipóteses para a projeção de juros sobre a dívida externa - 2002**

Modalidades	Taxa de juros sobre a dívida externa total e sobre novos desembolsos <sup>1/</sup>		
	Dívida externa setembro de 2001	Novos desembolsos Out-2001/Jun-2002	
		Taxa (anual)	Spread
Bônus	Dado	7,5%	5,5%
Empréstimos em moeda	8,5%	7,0%	5,0%
Notes e C.P.	8,5%	7,0%	5,0%
Empréstimos diretos	8,5%	7,0%	5,0%
Fornecedores	5,0%	4,0%	2,0%
Compradores	6,5%	5,5%	3,5%
Organismos (exc. FMI)	5,6%	5,5%	3,5%
Agências	6,5%	5,5%	3,5%
Intercompanhia	6,4%	4,0%	2,0%

1/ Taxa básica: 2% a.a.

Quanto aos serviços, espera-se retração em despesas líquidas com viagens internacionais, também em decorrência da desvalorização do real ao longo deste ano, e elevação nos demais serviços, especialmente nos serviços relacionados aos investimentos diretos, como aluguel de equipamentos e assistência técnica.

Dada a estabilidade em transferências unilaterais em 2001 e 2002, o déficit em transações correntes projetado para 2002, considerando superávit para a balança comercial de US\$5 bilhões, alcançaria US\$20,6 bilhões, US\$3 bilhões a menos que o previsto para 2001, melhora devida principalmente ao incremento do saldo comercial.

Os usos de recursos para 2002, compostos pelo saldo em transações correntes e as amortizações da dívida externa, foram projetados em US\$47,9 bilhões, US\$8,5 bilhões a menos que o previsto para 2001. Além do menor déficit em transações correntes, as amortizações deverão ser inferiores. Se as amortizações refinanciadas e a dívida nacionalizada forem postas à parte, os pagamentos projetados para o próximo ano irão contrair US\$800 milhões ante os relativos a 2001.

O cálculo das amortizações considerou a dívida externa de médio e longo prazos de setembro de 2001, que define parte do esquema de pagamentos para o ano seguinte, e os desembolsos de outubro de 2001 a setembro de 2002. Em média, 15% dos novos desembolsos vencem no período entre 3 meses e 12 meses, 20% vencem no período entre 12 meses e 24 meses, e 65% vencem após 2 anos. Padrão razoável, considerando-se o comportamento

**Hipóteses para a projeção de amortizações - 2002**

Modalidades	Vencimentos da dívida de MLP e dos novos desembolsos de MLP			
	Dívida externa	Novos desembolsos (out-2001/dez-2002)		
		Setembro	Vencimentos (%)	
	de 2001 (US\$ milhões)	Até 1 ano	Entre 1 e 2 anos	Acima de 2 anos
Bônus	2 406	0%	0%	100%
Empréstimos em moeda	9 920	13%	24%	63%
Fornecedores	2 126	40%	30%	30%
Compradores	3 667	40%	30%	30%
Organismos (exc. FMI)	3 071	0%	0%	100%
Agências	1 768	0%	0%	100%
Intercompanhia	4 027	9%	30%	61%

observado para os desembolsos do terceiro trimestre de 2001. Para os novos desembolsos, não há vencimentos nos 3 primeiros meses.

As principais fontes de financiamento vêm dos investimentos estrangeiros diretos (IED) e dos desembolsos de médio e longo prazos. Os US\$18 bilhões de IED não consideram recursos de privatizações, situando-se abaixo dos ingressos de 2001, exclusive privatizações. Os empréstimos de médio e longo prazos, inclusive os bônus da República, consideram que 134%, em média, dos vencimentos serão rolados e que 10% das importações serão financiadas por prazo superior a um ano. Prevê-se, ainda, US\$5,8 bilhões de financiamentos de organismos (Bird e BID) e agências.

**Percentuais de rolagem e financiamento**

Item	2000	2001 <sup>1/</sup>	2002 <sup>2/</sup>
Proporção dos financiamentos			
de fornecedores e compradores			
sobre as importações	11%	13%	10%
Fator de rolagem			
Empréstimos de médio e longo prazo			
Bancos	158%	140%	110%
Papéis	141%	77%	100%
Intercompanhia	167%	176%	122%
Bônus	257%	225%	205%

1/ Previsão.

2/ Projeção.

Os investimentos brasileiros no exterior, compostos por investimentos diretos, em carteira e outros investimentos, devem contribuir com saídas líquidas de US\$1,1 bilhão. Espera-se retorno de US\$2,2 bilhões de depósitos de bancos no exterior, inflados pelo cenário de incertezas formado ao longo do segundo semestre.

#### Ativos brasileiros no exterior

Discriminação	US\$ bilhões		
	2000	2001 <sup>1/</sup>	2002 <sup>2/</sup>
Ativos brasileiros no exterior	-6,6	-3,6	-1,1
Investimento direto no exterior (líquido)	-2,3	1,4	-1,3
Ativos em carteira (líquido)	-1,7	-0,8	-1,0
Derivativos	0,4	0,5	0,0
Outros investimentos (líquido)	-3,0	-4,7	1,2
Depósitos de bancos	1,3	-3,4	2,2
Demais setores	-4,3	-1,2	-1,0

1/ Previsão.

2/ Projeção.

#### Demonstrativo dos fluxos de reservas internacionais para 2001 e 2002

Discriminação	US\$ milhões	
	2001 <sup>1/</sup>	2002 <sup>2/</sup>
Posição de reservas no ano anterior	33 011	36 659
<b>Reservas líquidas no ano anterior</b>	<b>31 541</b>	<b>28 432</b>
Serviço da dívida (líquido)	-8 171	-7 117
Juros	-4 061	-3 842
Receita	1 884	1 600
Despesa	5 945	5 442
Amortização	-4 110	-3 275
Desembolsos	8 236	6 500
Organismos multilaterais (BID/BIRD)	1 555	1 500
Empréstimos de M. e L. Prazo (Bônus República)	6 681	5 000
Operações de regularização (FMI)	6 757	-2 473
Liberação de garantias	548	0
Privatizações (ações minoritárias)	0	600
Intervenções líquidas do Banco Central	-6 905	0
Compras do Tesouro Nacional	839	0
Demais (inclui pré-pagamento da Polônia em novembro de 2001)	2 345	0
Variação de reservas	3 648	-2 491
Posição de reservas	36 659	34 169
<b>Reservas líquidas</b>	<b>28 432</b>	<b>28 415</b>

1/ Previsão.

2/ Projeção.

As reservas internacionais também deverão ser utilizadas como fonte de recursos, mas para suprir somente os pagamentos externos líquidos do Governo Central (Banco Central e Tesouro Nacional), projetados em US\$2,5 bilhões para o próximo ano. Dentre os ingressos previstos que afetarão as reservas internacionais, figuram US\$1,6 bilhão de receitas de juros decorrentes das aplicações das reservas, US\$0,6 bilhão de recursos oriundos da venda de ações minoritárias pertencentes ao Tesouro Nacional, a serem classificados no balanço de pagamentos como investimento em carteira (ações), US\$1,5 bilhão de financiamentos de organismos (BID/Bird), no âmbito do Programa de Assistência Financeira ao País, e US\$5 bilhões de captações via colocação de bônus da República. Os pagamentos contemplam despesas relativas ao serviço da dívida externa do Governo Central, US\$5,4 bilhões de juros e US\$3,3 bilhões de principal e, ainda, o pagamento de US\$2,5 bilhões de principal ao Fundo Monetário Internacional.

US\$1,5 bilhão na forma de empréstimos diretos, e amortização líquida de US\$904 milhões de créditos de compradores. Registrou-se, ainda, a saída de US\$772 milhões a título de depósitos no exterior.

## 4.4 – Conclusão

Os sinais de arrefecimento das importações detectados desde o início do segundo semestre foram confirmados e acentuados a partir de setembro. Uma vez que as exportações de *commodities*, como soja, carnes e açúcar, mantiveram-se expressivas, o saldo anual da balança comercial deverá apresentar superávit superior a US\$2 bilhões. Em serviços, um dos itens mais importantes, viagens internacionais, também mostra despesas em queda, em razão do desaquecimento da economia, mas, principalmente, pelo efeito da depreciação do real.

Os ingressos referentes às principais fontes de financiamento do balanço de pagamentos, investimentos estrangeiros diretos e empréstimos de médio e longo prazos, tanto os empréstimos diretos quanto as captações por meio da colocação de papéis, refletiram o cenário de incertezas delineado a partir dos eventos de setembro nos Estados Unidos. À medida que tais incertezas foram se dissipando, os fluxos de capitais voltaram a ingressar em maior volume, como indicam os dados de novembro. O investimento estrangeiro direto ultrapassou o montante de US\$2 bilhões e os desembolsos de empréstimos superaram as amortizações.

As perspectivas para 2002 são favoráveis. Espera-se melhora no resultado de transações correntes, pelo incremento do superávit comercial, e que as fontes de financiamento, mesmo com previsões conservadoras, sejam suficientes para atender as necessidades externas do País. A variação de reservas internacionais, prevista para o próximo ano, deverá corresponder exclusivamente às necessidades externas de pagamentos líquidos do Governo Central.

## 5 – Preços

Entre os fatores determinantes das taxas de inflação no trimestre setembro a novembro, assinala-se a elevação dos preços livres, determinada pelo repasse cambial e pela recomposição de margens. Entre os itens com preços administrados, registre-se o esgotamento dos reajustes de telefonia e combustíveis, ocorridos em julho, ocasionando expressivo arrefecimento das taxas em setembro. Os gastos com alimentação foram impactados pelas altas nos preços dos produtos semi-elaborados, sobretudo cereais e carnes, como consequência da entressafra, e nos relativos a grupos específicos, como panificados, que refletiram o comportamento do câmbio nos últimos meses.

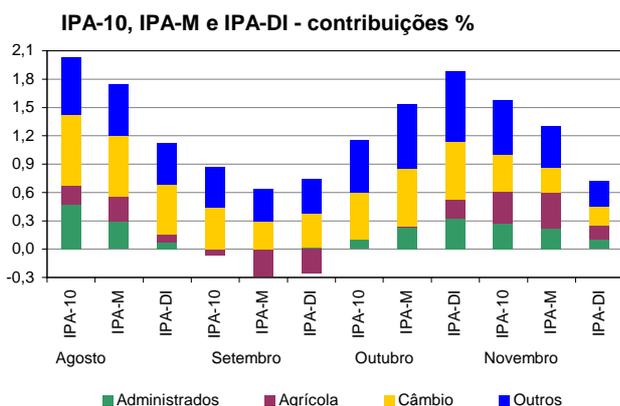
### 5.1 – Índices gerais

#### Índices gerais

Discriminação	Variação % mensal				
	2001 Jul	Ago	Set	Out	Nov
<b>IGP-10</b>	1,3	1,7	0,6	0,9	1,3
IPA	1,6	2,0	0,8	1,2	1,6
IPC	0,8	1,3	0,3	0,3	0,8
INCC	1,1	0,5	0,6	0,9	0,6
<b>IGP-M</b>	1,5	1,4	0,3	1,2	1,1
IPA	1,7	1,8	0,3	1,5	1,3
IPC	1,1	0,9	0,1	0,5	0,8
INCC	1,1	0,6	0,6	0,9	0,6
<b>IGP-DI</b>	1,6	0,9	0,4	1,5	0,8
IPA	1,9	1,1	0,5	1,9	0,7
IPC	1,4	0,5	0,1	0,7	0,8
INCC	0,5	0,6	0,6	0,9	0,7

Fonte: FGV

A evolução dos preços de produtos do setor primário foi o principal determinante da formação das taxas dos índices da FGV no período setembro a novembro, com influência marcante nos segmentos atacadista e ao consumidor. Em setembro, as reduções dos preços de leite e derivados, bem como dos produtos *in natura*, contribuíram para que os itens alimentação, no IPC-DI, e agrícolas, no IPA-DI, registrassem taxas negativas, de importância expressiva para o arrefecimento da inflação assinalada pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI) no mês, 0,38%, ante 0,9% em agosto. Nos dois meses subsequentes, no entanto, os preços dos produtos agropecuários passaram a exercer pressões altistas, com os gastos com alimentação, para os consumidores, subindo

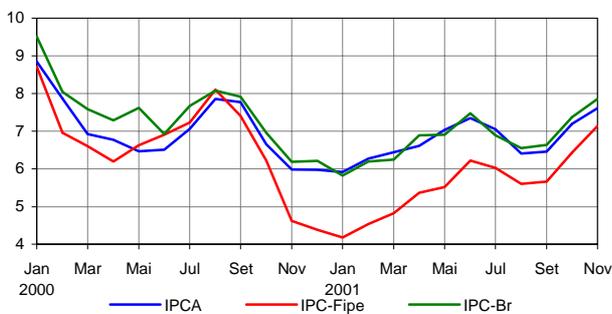


1,05% em outubro e 1,07% em novembro, destacando-se os aumentos dos preços de arroz, feijão e carnes. No setor atacadista, nesses dois meses, também observaram-se aumentos, decorrentes, sobretudo, da alta dos preços dos produtos de origem animal, registrada com maior intensidade em outubro. Além dos produtos agrícolas, registre-se também os efeitos da evolução da taxa de câmbio sobre o índice, em especial sobre os produtos fabris. Tal influência foi significativa, principalmente em outubro, quando o Índice de Preços por Atacado (IPA) industrial cresceu 1,94%, ante 0,75% no mês anterior. Como resultado das influências do setor primário e do câmbio, o IGP-DI assinalou taxas de 1,45% em outubro e de 0,76% em novembro, acumulando variação de 10,2% no ano.

## 5.2 – Índices de preços ao consumidor

### Preços ao consumidor

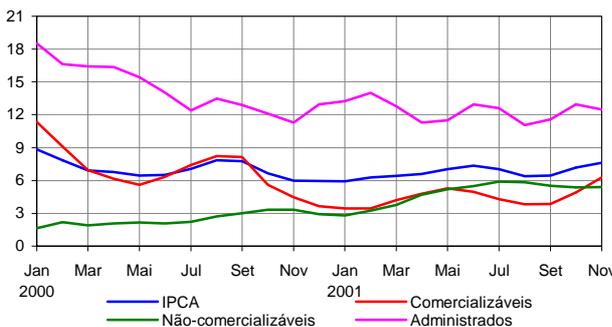
Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE, Fipe e FGV

### Preços ao consumidor

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

### Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

O IPCA mostrou arrefecimento no período setembro a novembro, quando acumulou variação de 1,83%, ante 2,57% no trimestre anterior, sobretudo pelo menor impacto dos preços administrados, que contribuíram com 0,59 p.p. e 1,57 p.p., respectivamente, na formação das taxas desses períodos. O arrefecimento do índice não foi mais intenso devido ao expressivo aumento dos preços da alimentação em outubro e novembro.

Em setembro, o IPCA registrou a menor variação mensal no ano, 0,28%, tendo sido registradas contrações nas taxas de todos os grupos do índice. Em especial, assinale-se a desaceleração experimentada pelos preços dos alimentos, influenciados pela redução dos preços de leite e produtos *in natura*. Apesar desse comportamento

**Preços ao consumidor**

Discriminação	Variação %				
	2001 Jul	Ago	Set	Out	Nov
<b>Mês</b>					
IPCA	1,3	0,7	0,3	0,8	0,7
IPC-Fipe	1,2	1,2	0,3	0,7	0,6
IPC-Br	1,4	0,5	0,1	0,7	0,8
<b>Acumulado no ano (anualizado)</b>					
IPCA	7,5	7,7	7,2	7,5	7,6
IPC-Fipe	6,8	7,7	7,3	7,5	7,5
IPC-Br	8,4	8,2	7,4	7,6	7,9
<b>12 meses</b>					
IPCA	7,1	6,4	6,5	7,2	7,6
IPC-Fipe	6,0	5,6	5,7	6,4	7,1
IPC-Br	6,9	6,6	6,6	7,4	7,9

Fonte: IBGE, Fipe e FGV

favorável, os preços dos alimentos, refletindo os efeitos da entressafra agrícola, exerceram forte pressão nos meses subsequentes, com as altas de 1,15% e 1,31% no grupo alimentação, em outubro e novembro, constituindo-se nas maiores contribuições às taxas mensais do IPCA nesses períodos, que totalizaram 0,83% e 0,71%, respectivamente. Destacaram-se, ainda, nos resultados desses meses, os aumentos dos preços dos artigos de vestuário, eletrodomésticos e, em outubro, dos combustíveis.

## Índice de Preços ao Consumidor – Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (IPC-Fipe)

Os preços ao consumidor na região metropolitana de São Paulo, medidos pelo Índice de Preços ao Consumidor - Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (IPC-Fipe), mantiveram, nos últimos três meses, comportamento semelhante aos revelados pelos índices da FGV e do IBGE, mostrando arrefecimento em setembro, quando a taxa mensal contraiu 0,83 p.p., e altas nos dois meses subsequentes, de 0,74% e 0,61%, respectivamente. As taxas registradas pela Fipe foram relativamente menores em parte pela não observância de reajustes de tarifas públicas ou de preços administrados na capital paulista. O IPC-Fipe acumulou variação de 6,86% até novembro.

### 5.3 – Preços administrados

Os aumentos dos preços dos itens administrados contribuíram com 32% da variação do IPCA no período setembro a novembro, comparativamente a 60% no trimestre anterior.

O reajuste de 4,08% nos preços dos combustíveis, em 5 de outubro, na refinaria, representou o principal impacto no grupo com preços administrados, seguido pelas tarifas de energia elétrica, majoradas nas

**Preços administrados: principais itens na composição do IPCA**

Itens	Peso <sup>1/</sup>	Variação			Contribuição acumulada Set-Nov
		Set	Out	Nov	
IPCA (A)	100,0	0,28	0,83	0,71	1,83
Gasolina	4,5	-0,6	3,6	0,3	0,14
Ônibus urbano	4,6	1,2	0,1	0,5	0,08
Energia elétrica	3,8	0,7	0,3	1,8	0,11
Gás de bujão	1,4	-0,7	4,3	0,5	0,05
Ônibus intermunicipal	1,1	2,1	0,5	-0,1	0,03
Taxa água e esgoto	1,6	1,6	0,1	0,1	0,03
Avião	0,5	1,8	8,4	1,2	0,05
Outros	13,2	0,1	0,6	0,1	0,10
<b>Contribuição</b>					
Administrados (B)	30,7	0,1	0,3	0,1	0,59
Participação (B/A)	...	0,43	0,41	0,18	0,32

Fonte: IBGE

1/ Peso de novembro.

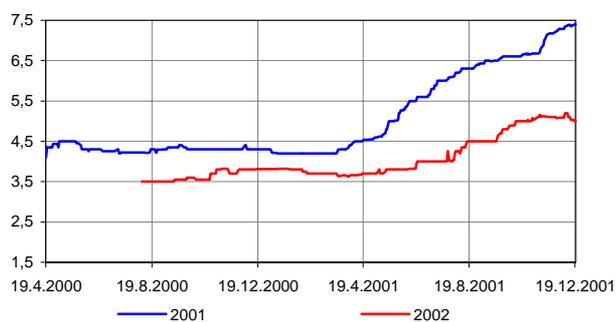
idades do Rio de Janeiro, Brasília, Porto Alegre, Belém e Goiânia, em percentuais que variaram de 14,07% a 20,59%.

No âmbito das tarifas municipais, as passagens de ônibus urbanos foram reajustadas em 12,5% em Recife, em 10,32% em Salvador e em 10% no Rio de Janeiro. A taxa de água e esgoto aumentou 14,8%, em primeiro de setembro, no Rio de Janeiro. Além disso, as passagens intermunicipais de ônibus foram reajustadas no Rio de Janeiro, Porto Alegre, Recife, Belém e Salvador, representando crescimento médio de 2,06% nesse item do IPCA, em setembro. Além desses, as passagens aéreas, com peso relativamente pequeno na composição do IPCA, aumentaram 11,72% no trimestre.

## 5.4 – Expectativas de mercado

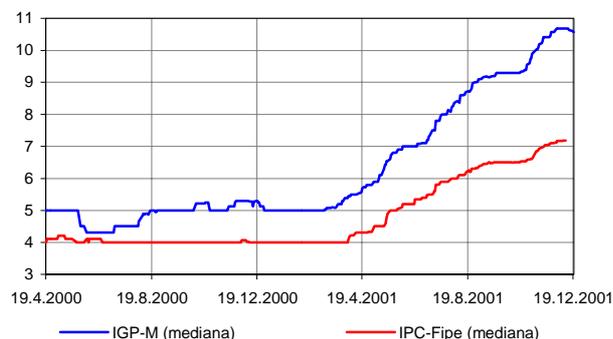
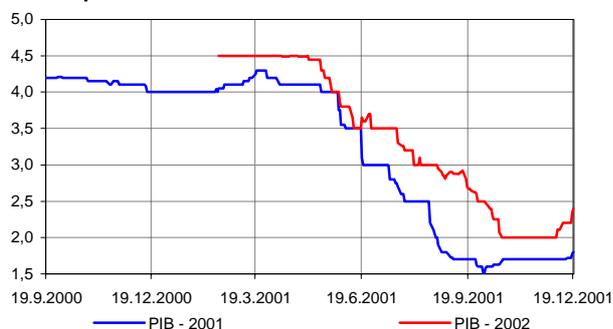
O Grupo de Comunicação Institucional do Banco Central (GCI) realiza pesquisa diária envolvendo amostra média de aproximadamente 100 consultorias e instituições, objetivando detectar as expectativas quanto à evolução das principais variáveis econômicas.

### Evolução diária das medianas das expectativas de inflação medidas pelo IPCA



A mediana das expectativas de inflação para 2001, medida pelo IPCA, cresceu de 6,48%, em 13 de setembro, para 7,4%, em 19 de dezembro, superando em 1,4 p.p. a banda superior da meta de inflação para 2001. Para 2002, as expectativas aumentaram de 4,5% a.a. para 5% a.a., no mesmo período. Quanto às medianas apresentadas pelos *Top five*, aumentaram de 6,65% para 7,41%, para 2001, e de 4,6% para 5,31%, para 2002.

Quanto à evolução do IGP-M, as expectativas para 2001 continuaram apresentando a mesma tendência altista do trimestre anterior, tendo variado de 9,16%, em 13 de setembro, para 10,57% em 19 de dezembro. Para 2002, a mediana das expectativas passou de 6% para 6,8%.

**Evolução diária das expectativas de inflação para 2001****Evolução diária das expectativas de crescimento real do PIB para 2001 e 2002****Desvio-padrão das expectativas de inflação para 2001**

As expectativas quanto ao IPC-Fipe para 2001 apresentaram tendência semelhante à registrada para o IGP-M, elevando-se de 6,5%, em 13 de setembro, para 7,17% em 19 de dezembro. Para 2002, as expectativas subiram de 4,5% para 4,99% no mesmo período.

No que se refere às expectativas das medianas apresentadas pelos *Top five*, elevaram-se de 9,13% para 10,52%, para 2001, no caso do IGP-M, e de 6,2% para 7,23%, para 2001, e de 4,46% para 4,72%, para 2002, considerando-se o IPC-Fipe.

A mediana das expectativas para o crescimento da atividade econômica elevou-se de 1,7%, em 13 de setembro, para 1,8% em 19 de dezembro. Para 2002, houve redução de 2,9% para 2,4%, no mesmo período.

Os desvios-padrão dos índices de preços, que, em 13 de setembro, registraram 0,30% para o IPCA, 0,68% para o IGP-M e 0,40% para o IPC-Fipe, assinalaram 0,16%, 0,21% e 0,12% respectivamente, em 19 de dezembro, mantendo a trajetória de diminuição da dispersão das expectativas da inflação para 2001, observada desde o trimestre anterior.

O desvio-padrão das expectativas de crescimento real do PIB para 2001 passou de 0,36%, em 13 de setembro, para 0,2% em 19 de dezembro. Para 2002, houve ligeiro decréscimo, passando de 0,59% para 0,53% no mesmo período.

## 5.5 – Conclusão

A evolução dos índices de preços nos últimos meses refletiu, principalmente, os efeitos da depreciação cambial e, ainda, o comportamento dos preços administrados. Tais fatores impossibilitaram

o recuo mais acentuado das taxas, comportamento esperado em virtude do arrefecimento dos impactos de reajustes dos preços administrados no período.

Para os próximos meses, delineiam-se expectativas favoráveis para os preços. Vários fatores contribuem nesse sentido: o recente comportamento da taxa de câmbio; a desaceleração observada nos preços de produtos agrícolas, como cereais e carnes bovinas, relevantes na composição dos índices, principalmente no comércio atacadista; e a perspectiva de queda dos preços da gasolina e do óleo diesel, decorrente da liberação dos preços dos combustíveis na refinaria. Assim, ainda que nos próximos meses estejam presentes pressões sazonais decorrentes dos reajustes de mensalidades escolares e, ainda, aumento nos preços de gás de cozinha, deverão preponderar os fatores acima mencionados, possibilitando que as taxas de inflação situem-se em patamar mais reduzido do que nos últimos dois meses.

## 6 – Perspectivas para a inflação

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

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

## 6.1 – Determinantes da inflação

### **Demanda agregada e oferta agregada**

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

Os indicadores do nível de atividade econômica no terceiro trimestre revelam uma atenuação da tendência de desaceleração do crescimento econômico que anteriormente vinha se configurando. A atividade agropecuária contribuiu positivamente para o crescimento do PIB, contrapondo-se ao desempenho negativo do setor industrial. Isso sinaliza uma retomada do crescimento no próximo ano.

A economia brasileira ao longo do terceiro trimestre de 2001 registrou crescimento de 0,5% comparativamente ao mesmo período do ano passado. Em relação ao segundo trimestre de 2001, houve crescimento de 0,13% no PIB (com ajuste sazonal). No acumulado do ano corrente, a economia apresenta crescimento de 2,25% (números revisados pelo IBGE).

Segundo a Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, em outubro de 2001, a produção industrial se reduziu em 3,4% em relação a outubro de 2000, mas comparativamente a setembro de 2001 a queda teria ficado em 1,9% (em termos dessazonalizados). Ainda assim, no acumulado do ano a variação é positiva em 2,5%. Em grande parte, esse resultado positivo se deveu à produção de itens relacionados a investimentos, por exemplo, tratores agrícolas, transformadores de alta tensão e vagões ferroviários, o que sinaliza aumento da capacidade produtiva da economia no próximo ano.

Os números do PIB não corroboram as avaliações segundo as quais os choques que atingiram a economia no primeiro semestre a levariam a uma recessão. A desaceleração da atividade verificada no segundo trimestre foi

seguida por uma tendência de estabilidade no terceiro trimestre. A expansão do PIB deverá ficar ao redor de 2% em 2001.

Em linha com os indicadores de produção, a taxa de desemprego aberto calculada pelo IBGE, considerando as seis principais regiões metropolitanas do País, sofreu aumento entre setembro e outubro de 6,15% para 6,55%. Todavia, a média registrada nos dez primeiros meses deste ano declinou para 6,27% ante 7,46% registrados no mesmo período do ano passado.

O desempenho da indústria se refletiu no rendimento real das pessoas ocupadas. Esse rendimento teve uma redução de 1,6% no terceiro trimestre de 2001 em relação ao trimestre anterior.

A contribuição do setor externo para o crescimento do PIB vem aumentando. A balança comercial acumula um superávit de US\$ 1,9 bilhão até a segunda semana de dezembro, devido, principalmente, à depreciação da taxa de câmbio, que, no acumulado do ano, atinge 18%. À medida que a política monetária atua para limitar os impactos inflacionários dessa depreciação, a taxa de câmbio real gera fortes incentivos para a melhora da balança comercial, apesar da contração da demanda externa.

As estatísticas recentemente divulgadas refletem o agravamento da desaceleração da economia global. O PIB dos EUA registrou queda de 0,4% no terceiro trimestre - primeira variação negativa desde 1993. Além disso, em outubro a produção industrial diminuiu 1,1%, a décima primeira redução mensal consecutiva. No Japão, os principais indicadores da demanda interna e a deflação de preços sugerem que a política de “juros zero” tem sido ineficaz para gerar uma retomada do crescimento. Além disso, a conjuntura negativa pode se agravar caso a dívida pública japonesa seja novamente rebaixada pelas agências de classificação de risco. A zona do Euro foi aparentemente contaminada pela fragilidade dos demais blocos econômicos, embora, à semelhança do ocorrido no mês anterior, as vendas a varejo e o saldo da balança comercial tenham tido crescimento positivo em setembro. Em setembro a produção industrial apresentou variação negativa pela terceira vez neste ano.

As dificuldades enfrentadas pela economia argentina continuam presentes. Embora recentemente o “contágio” tenha se reduzido significativamente, o desdobramento da crise argentina ainda merece atenção. O aumento de

liquidez promovido pelo Fed no mercado norte-americano - a taxa de juros básica foi novamente reduzida e atualmente se encontra no patamar de 1,75% - deverá ajudar a retomada do crescimento nos EUA e no mundo.

As expectativas são de uma recuperação da demanda global em meados do próximo ano, reforçando as perspectivas de melhora das contas externas do Brasil em 2002, compatíveis com uma situação de maior crescimento do PIB.

No que se refere aos movimentos das taxas de juros praticadas no mercado de crédito, observa-se que, repetindo o que acontecera no segundo trimestre, no terceiro trimestre as taxas de aplicação aumentaram. As taxas de captação, por sua vez, cresceram em menor intensidade, fazendo com que o *spread* tenha sofrido um discreto aumento. Para o quarto trimestre, contudo, as estatísticas disponíveis mostram reversão desse movimento e, em dezembro, o *spread* deverá estar próximo ao registrado em agosto. Quanto aos empréstimos, o saldo das operações de crédito no segmento livre apresentou significativo crescimento ao longo do ano - superior a 27% até outubro.

A inclinação da estrutura a termo da taxa de juros - definida como a diferença entre a taxa de juros prefixada, válida para o período de seis meses, e a taxa Selic de um dia, ambas anualizadas - reduziu-se sensivelmente. Atualmente, encontra-se em torno de 100 pontos-base, em contraposição aos 540 observados por ocasião da divulgação do último *Relatório de Inflação*. Esse movimento reflete a mudança de percepção quanto ao grau de risco associado à economia brasileira. A suavização da estrutura a termo da taxa de juros pode determinar um barateamento do crédito em prazo não muito longo e, por conseguinte, um incremento da demanda agregada.

Ratifica-se a avaliação feita no último *Relatório de Inflação*, de que o efeito sobre a oferta agregada decorrente das medidas de racionalização do uso de energia teriam impacto negativo sobre a economia menor do que inicialmente previsto. Esse episódio abre a possibilidade de que a oferta agregada não se constitua em empecilho à retomada do crescimento.

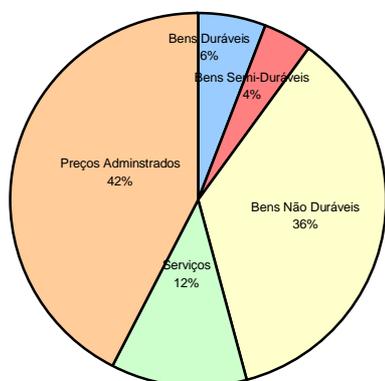
Da mesma forma, o menor índice de utilização da capacidade instalada (79,9% em outubro contra 83,9% e 80,9% em abril e julho, respectivamente) indica condições favoráveis para um maior nível da atividade econômica sem pressões sobre os preços. Registre-se também

que, entre janeiro e outubro, a produção de bens de capital cresceu 15,7% relativamente ao mesmo período do ano anterior.

A pressão por repasse aos índices de preços internos gerada pela depreciação da taxa de câmbio, em particular, seu impacto sobre o reajuste dos preços administrados, deve ser monitorado com cautela. Ressalta-se, no entanto, que a queda recente da taxa nominal de câmbio, bem como do preço do barril de petróleo no mercado internacional - o tipo *Brent* apresentou preço médio de US\$ 20,3 no trimestre até 17 de dezembro, contra US\$ 26,20 no terceiro trimestre - indicam pressão menor sobre os preços dos combustíveis no mercado em 2002. Quanto aos preços livres, a retração da demanda, interna e externa, constitui-se em elemento de contenção do repasse da depreciação cambial acumulada ao longo do ano.

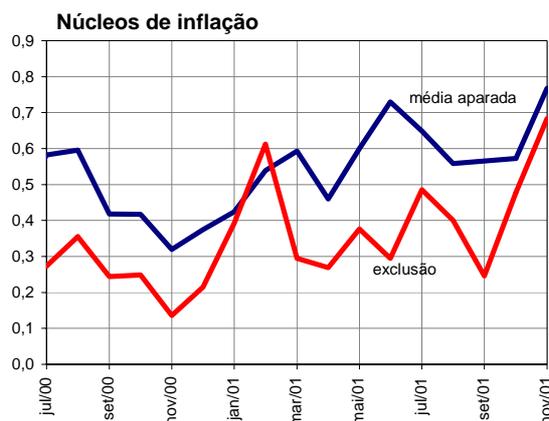
Apesar da dificuldade em avaliar o estágio em que se encontra o processo de ajuste dos preços relativos, entende-se que o aumento superior ao esperado do IPCA em outubro (0,83%) e novembro (0,71%) seja em parte resultado do repasse cambial não ocorrido nos meses anteriores. Caso a inflação do terceiro e quarto trimestre já incorpore parte ou todo repasse cambial não realizado – que era esperado para 2002 em decorrência de uma eventual recuperação da atividade – o impacto sobre a inflação do próximo ano deve ser menor. Por outro lado, a maior inflação do quarto trimestre pressiona positivamente a inflação de 2002 por intermédio da inércia inflacionária.

**Contribuição por categoria na variação do IPCA - Jan a Nov 2001**



Até novembro, a inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou 6,98%. Os preços administrados - que representam cerca de 30% do índice - cresceram 9,96%, sendo responsáveis por cerca de 42% da variação acumulada do IPCA no período. O gráfico ao lado mostra as parcelas de contribuição de cada uma das categorias para o crescimento do IPCA entre janeiro e novembro de 2001.

Com relação aos núcleos de inflação, tanto o núcleo de exclusão, onde são excluídos os itens referentes a alimentação no domicílio e os preços administrados, quanto o indicador de núcleo calculado pelas médias aparadas apresentaram aumento significativo no mês



de novembro (cerca de 0,2 p.p.). Parte considerável deste aumento pode ser atribuída ao repasse da depreciação cambial passada para os preços dos bens duráveis, cuja variação no mês de novembro foi 0,80%.

Os diversos choques que atingiram a economia em 2001 resultaram numa inflação acima do limite superior da meta estabelecida pelo Governo. Em observância ao que estabelece o decreto nº 3088 de 21/06/1999, o Presidente do Banco Central deverá encaminhar carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda explicando

as causas do descumprimento da meta, as providências a serem tomadas e o prazo para que elas produzam efeito. Para 2002, o retorno da inflação à trajetória de suas metas deve ser facilitado por condições favoráveis nos próximos trimestres.

## 6.2 – Cenário principal: pressupostos e riscos associados

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

Os principais focos de incerteza em relação às perspectivas para a taxa de inflação nos próximos dois anos referem-se ao comportamento dos preços administrados, à evolução da economia mundial e o seu impacto sobre a taxa de câmbio. Quanto ao conjunto de preços administrados, houve melhoria no cenário projetado desde o último *Relatório*, com queda de quase 2 pontos percentuais na evolução prevista para seus preços em 2002. Desde setembro, não houve alteração significativa em relação à perspectiva de crescimento da economia mundial, mantendo-se a hipótese de uma recuperação somente a partir de meados do próximo ano. Houve, entretanto, deterioração da situação econômica da Argentina. Contudo, há que se observar a recente valorização do real que vem sendo observada nos últimos dois meses e o descolamento dos prêmios de risco dos dois países.

O preço dos derivados do petróleo permanece sendo estimado tendo por base as cotações dos mercados futuros. Ao contrário do último *Relatório*, onde se previa que os reajustes no primeiro trimestre de 2002 obedeceriam a regra paramétrica estabelecida na Portaria Interministerial MF/MME nº 2 de 4 de janeiro de 2001, as projeções atuais assumem a liberação dos preços dos derivados do petróleo para as distribuidoras já a partir de janeiro de 2002. Levando em consideração o preço do barril do petróleo, em torno de US\$ 18,6 para o próximo trimestre, a recente valorização do real e o impacto da CIDE (Contribuição sobre a Intervenção no Domínio Econômico), espera-se uma redução média para o combinado de gasolina e diesel, em 2002, de 16,4% no primeiro trimestre, e um reajuste total de 15,2% ao longo do ano.

Entretanto, também devido à liberação do preço dos derivados de petróleo, o cenário básico contempla a eliminação do subsídio ao gás de cozinha, implicando um reajuste importante em 2002, concentrado no 1º trimestre do ano.

Em relação ao último *Relatório*, houve também revisão do reajuste do preço da energia elétrica. As projeções atuais assumem aumento de 19% para o consumidor em 2002, com impacto direto de 0,72 p.p. no IPCA. Incorpora-se também o impacto indireto de 0,21 p.p. sobre o IPCA advindo do reajuste de cerca de 24% para a energia elétrica industrial. Esse impacto reflete o fato de que a energia elétrica representa custos para as empresas, mas que, devido ao hiato do produto estimado, as empresas conseguirão repassar apenas parte desse aumento aos consumidores.

Além dos impactos diretos e indiretos sobre a inflação, resultantes do reajuste das tarifas de energia elétrica, não se prevê outros efeitos associados à restrição da oferta agregada. Em primeiro lugar, porque o racionamento de energia afetou a oferta agregada menos do que inicialmente esperado. Além disso, a recuperação dos níveis dos reservatórios e a oferta adicional de energia advinda de outras fontes aumentam a probabilidade de que a situação se normalize no médio prazo.

Para o conjunto dos administrados, com peso de 30,7% no IPCA de novembro, prevê-se uma inflação de 10,7%, 5,3% e 3,1% entre 2001 e 2003, respectivamente. Para 2003, a maioria dos administrados segue a inflação livre, com exceção de telefonia e energia elétrica, que devem ter reajuste em torno de 5,5%, baseados no IGP-M. Os preços administrados devem contribuir com 3,1 p.p., 1,6 p.p. e 0,9 p.p. nesses três anos.

O cenário principal analisado embute uma trajetória estável para a taxa de câmbio em 2002. Especificamente, a taxa de câmbio mantém-se estável em relação ao nível observado à véspera da reunião do Copom. Em função desse tratamento para o câmbio e de sua apreciação recente, o câmbio médio do próximo trimestre deverá estar mais apreciado do que o do trimestre corrente, contribuindo para reduzir a inflação em 2002.

O cenário básico assume que o risco Brasil, medido pelo diferencial de remuneração entre o Global 04 e um título emitido pelo tesouro norte-americano com duração equivalente, deve declinar de uma média de 870 pb no último trimestre de 2001 – 719 pb no dia 17 de dezembro de 2001 – para cerca de 700 bp até o final do primeiro trimestre de 2002. Para a taxa Fed Funds, baseado no comportamento dos mercados futuros, prevê-se manutenção no atual nível ao longo do próximo trimestre e gradual elevação, até atingir 2,25% no final de 2002, ficando constante a partir daí.

A taxa atual de câmbio implica uma depreciação de 18% desde o início do ano. As exportações estão reagindo satisfatoriamente, devendo encerrar o ano com um saldo na balança comercial superior a US\$ 2 bilhões. No próximo ano, o saldo da balança comercial deve atingir US\$ 5 bilhões. Além disso, observa-se um novo ímpeto nas captações externas, que poderão se manter no ano que vem, à medida que se normalize a situação dos mercados internacionais.

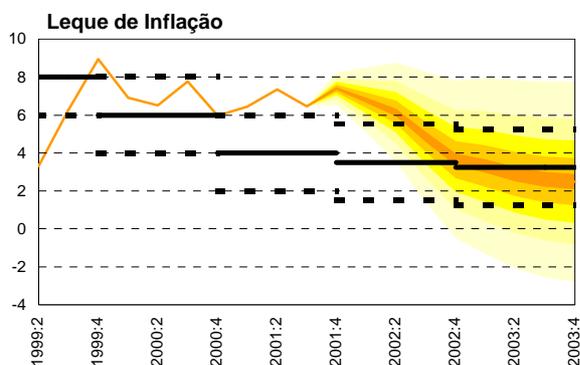
O cenário básico assume ainda que os preços agrícolas deverão evoluir de acordo com a inflação livre nos próximos dois anos. O crescimento de 3,5% previsto para a produção agrícola de 2002 deve estar em linha com o aumento da demanda e, portanto, o setor deve ter impacto neutro no que diz respeito à inflação.

Quanto à inclinação da curva de juros, medida pelo diferencial entre a taxa do *swap* de juros de seis meses e a taxa Selic, assume-se que este diferencial declinará da média do 4º trimestre de 2,9 p.p., atingindo 1 p.p. a partir do 2º trimestre do próximo ano e declinando ligeiramente daí em diante.

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

## 6.3 – Previsão da Inflação

### Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 19% a.a.



(inflação acumulada em 12 meses)

### Inflação do IPCA com juros constantes de 19% a.a.

Ano	T	Intervalo de Confiança						Projeção Central
		7,0	7,2	7,3	7,5	7,6	7,7	
2001	4	7,0	7,2	7,3	7,5	7,6	7,7	7,4
2002	1	6,1	6,4	6,6	6,9	7,2	7,5	6,8
2002	2	5,1	5,5	6,0	6,3	6,8	7,2	6,1
2002	3	3,4	4,0	4,6	5,1	5,6	6,3	4,8
2002	4	2,0	2,7	3,3	4,0	4,6	5,4	3,7
2003	1	1,4	2,2	3,0	3,7	4,4	5,2	3,3
2003	2	0,9	1,7	2,5	3,3	4,0	4,9	2,9
2003	3	0,5	1,4	2,2	3,0	3,8	4,7	2,6
2003	4	0,3	1,3	2,1	2,9	3,7	4,7	2,5

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

Este Relatório inclui, pela primeira vez, as projeções de inflação até 2003. A trajetória central esperada para a inflação em doze meses cai monotonamente de 7,4% em 2001 para 3,7% em 2002 e 2,5% em 2003. Note-se que as probabilidades de desvios estão distribuídas simetricamente em torno da mediana, refletindo o julgamento do Copom sobre o balanço dos riscos associados à projeção.

O efeito combinado dos diversos choques já identificados que atingiram a economia nesse ano desviou consideravelmente a trajetória esperada do rumo desejável. Dessa forma, a projeção central para 2001 se encontra acima do limite superior do intervalo de tolerância. Em grande parte, isso se deve ao comportamento dos preços administrados e da depreciação da taxa de câmbio. Os preços administrados devem subir 10,7% em 2001, com contribuição de 3,1 p.p. para a inflação do ano. Para os demais preços, que correspondem a cerca de 70% do IPCA, a inflação de 2001 deve ficar próxima a 6,0%, com contribuição de 4,3 p.p.. A contribuição da taxa de câmbio para a inflação este ano está estimada em quase 3%, levando em conta o impacto sobre os preços livres e os preços administrados.

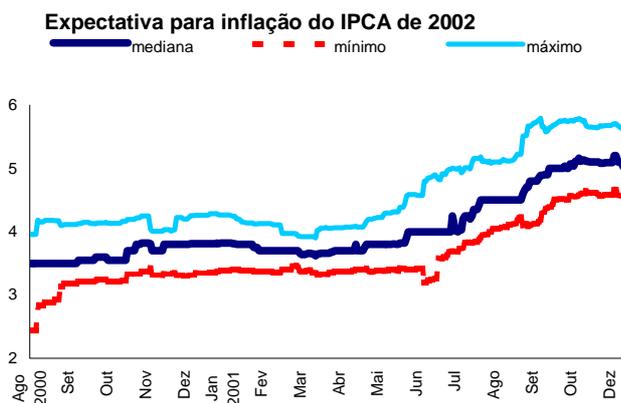
Para 2002, a contribuição relativa dos preços administrados (1,6 p.p.) deve ser semelhante, entre 40 e 45% da inflação prevista de 3,7%. Já a inflação dos preços livres deve ficar contida, em torno de 3%. Para 2003, a inflação projetada é de 2,5%. Na ausência de informações mais precisas sobre o comportamento do preço dos administrados, assumiu-se que a maioria deles

evoluirá de acordo com a inflação livre. Somente telefone e eletricidade, em função dos reajustes contratuais, deverão subir em linha com o IGP-M, estimado em torno de 5,5% para aquele ano. No total, a inflação para os preços administrados em 2003 deve ser de 3,1%, com contribuição de 0,9 p.p., e a inflação dos preços livres, deve atingir 2,2%. Mantém-se a interpretação do último *Relatório*, de que, frente aos choques enfrentados pela economia brasileira ao longo de 2001, a evolução desfavorável da inflação neste ano e a projeção ligeiramente acima da meta para 2002 são plenamente justificáveis e compatíveis com o compromisso de manutenção da estabilidade de preços pelo Banco Central. Para 2003, confirmando o cenário atual, a inflação deve estar confortavelmente abaixo da meta central. Neste caso poderá haver espaço para futuras reduções na meta para a taxa Selic. A política monetária está sendo eficaz em controlar as pressões de demanda sobre a inflação e a propagação dos choques de oferta para os demais preços da economia.

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

Em primeiro lugar, a projeção central para 2001 subiu de 6,5% para 7,4% e, para 2002, baixou de 3,9% para 3,7%, respectivamente. Observa-se também que, enquanto no *Relatório* de setembro, partia-se de uma inflação mais baixa e que se mantinha estável ao até o 3º trimestre de 2002, na atual projeção, a inflação parte de um patamar mais elevado, mas declina mais rapidamente. A inflação do último trimestre de 2001 estará acima do projetado em setembro, provavelmente devido à antecipação do repasse cambial para os preços. Conforme havia sido discutido nas Notas da 64ª Reunião do Copom, acreditava-se que parte do repasse aos preços derivada da depreciação do real observada em 2001 poderia ocorrer no próximo ano, quando houvesse maior aquecimento da demanda agregada. Os sinais, ainda tênues, de uma estabilização, ou mesmo de uma ligeira recuperação da atividade econômica, são consistentes com uma antecipação desse repasse, impactando a inflação já em 2001.

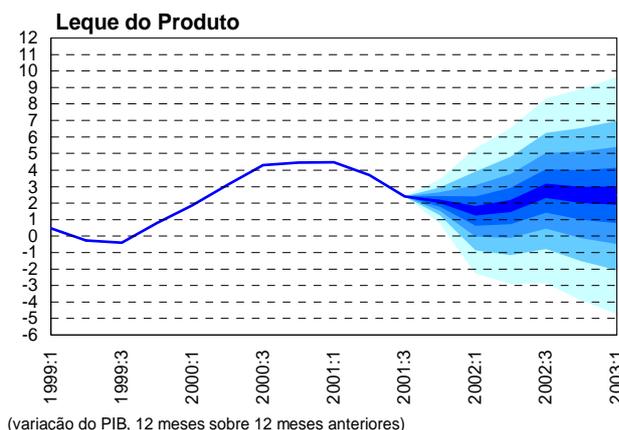
Para 2002, o aumento na inflação prevista para o primeiro trimestre deve-se, principalmente, ao efeito inercial da inflação superior ao anteriormente previsto



para o final de 2001. Entretanto, devido a apreciação do real e a menor inflação prevista para o conjunto dos preços administrados, houve diminuição na projeção da inflação de 2002 desde o último *Relatório*, de 3,9% para 3,7%.

O gráfico ao lado mostra a evolução das expectativas de inflação para 2002, que vem se reduzindo nas últimas semanas para um nível abaixo de 5,0%. Parte significativa da diferença entre as projeções do mercado e do Copom é explicada pela trajetória de câmbio mais depreciada utilizada pelo mercado.

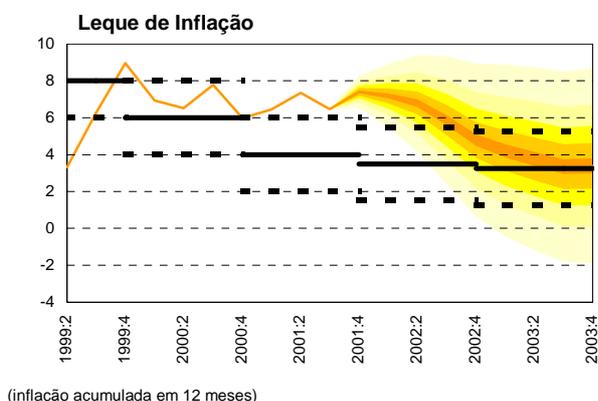
Varição do PIB com juros fixos de 19% a.a.



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

Apresenta-se, como em Relatórios anteriores, o leque de crescimento do produto construído com base nas mesmas hipóteses utilizadas no cenário principal do Copom. Vale enfatizar que os erros de previsão associados às projeções de crescimento do PIB são consideravelmente maiores do que no caso de projeções de inflação, tanto porque envolvem as trajetórias de dois componentes não observáveis diretamente, produto potencial e hiato, quanto porque o cálculo do produto é, por definição, mais complexo e menos preciso do que o da inflação. A projeção central para o crescimento do produto em 2001 e 2002 é de aproximadamente 2,0% e 2,5%, respectivamente, com a hipótese de taxa de juros constante em 19% a.a.

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



(inflação acumulada em 12 meses)

Apresenta-se também o leque da inflação levando-se em conta a trajetória esperada pelo mercado para as taxas de juros básica e de câmbio em 14 de dezembro. Como nos dois *Relatórios* anteriores, utilizou-se de forma direta a mediana das expectativas do mercado captadas pela pesquisa do Grupo de Comunicação Institucional (GCI) até aquela data. A trajetória de juros esperada pelo mercado estava com inclinação negativa, começando do atual patamar de 19% a.a. atingindo 17% a.a em final de 2002 e 15% em 2003. Além da hipótese para a taxa de juros, esse leque supôs uma

1/ Grupo de Comunicação Institucional - 18/12/2001

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

Ano	T	Intervalo de Confiança						Projeção Central
		50%						
		30%				10%		
2001	4	7,0	7,2	7,3	7,5	7,6	7,7	7,4
2002	1	6,5	6,8	7,0	7,3	7,6	7,9	7,2
2002	2	5,7	6,2	6,6	7,0	7,4	7,9	6,8
2002	3	4,4	5,1	5,6	6,1	6,7	7,3	5,9
2002	4	3,1	3,8	4,5	5,1	5,8	6,5	4,8
2003	1	2,3	3,1	3,9	4,6	5,3	6,1	4,2
2003	2	1,7	2,6	3,4	4,2	4,9	5,8	3,8
2003	3	1,2	2,1	3,0	3,7	4,6	5,5	3,4
2003	4	1,2	2,2	3,0	3,8	4,6	5,6	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 - 18/12/2001

depreciação do real que atinge 2,7 no final de 2002 e 2,76 no final de 2003. A inflação projetada com estas hipóteses é de 4,8% ao final de 2002 e 3.4% ao final de 2003. As demais hipóteses foram mantidas como descritas no cenário básico.

## Endogenização da Taxa de Câmbio e Prêmio de Risco

O Departamento de Estudos e Pesquisa vem trabalhando num modelo macroeconômico de médio porte para ser usado como complemento ao modelo de pequena escala que subsidia o COPOM com as projeções de inflação. Neste Box são apresentados alguns resultados preliminares para a estimação da taxa de câmbio nominal e do prêmio de risco soberano. A taxa de câmbio nominal é prevista por meio de uma equação derivada da condição de paridade descoberta de juros (UIP - Uncovered Interest Parity), estimada, em termos mensais, com observações ocorridas a partir da mudança do regime cambial em janeiro de 1999 até meados de 2001. Como prêmio de risco soberano, utilizou-se o spread do C-Bond em relação aos juros básicos americanos, estimado como função de indicadores fiscais, de variáveis externas e de choques externos e domésticos.

### 1. Taxa de Câmbio

O modelo estrutural de pequena escala, utilizado pelo Banco Central do Brasil como uma das ferramentas de apoio ao processo de decisão da política monetária, pode ser resumido em quatro equações básicas, conforme descrito em Bogdanski et alli (2000)<sup>1</sup>. Dentre essas equações, consta a condição de paridade descoberta de juros (UIP - Uncovered Interest Parity), representada conforme a Equação 1.

$$E_t(e_{t+1}) - e_t = i_t - i_t^f - x_t \quad (1)$$

onde:  $E_t(e_{t+1})$  é o logaritmo natural do valor esperado, no instante  $t$ , da taxa de câmbio nominal para o instante  $t+1$ :  $\ln[E_t(\text{cambio}_{t+1})]$ ;

$e_t$  é o logaritmo natural do câmbio nominal no instante  $t$ :  $\ln(\text{cambio}_t)$ ;

$i_t$  é o logaritmo natural da taxa de juro nominal de um título doméstico no período  $t$ , compreendido entre os instantes  $t$  e  $t+1$ :  $\ln[(1 + \text{juro.nom}\%)_t]$ ;

$i_t^f$  é o logaritmo natural da taxa de juro nominal de um título estrangeiro no período  $t$ , compreendido entre os instantes  $t$  e  $t+1$ :  $\ln[(1 + \text{juro.nom}^f\%)_t]$ ;

$x_t$  é o logaritmo natural do prêmio de risco soberano no período  $t$ , compreendido entre os instantes  $t$  e  $t+1$ :  $\ln(\text{prêmio}_t)$ .

A equação 1 deriva de uma relação de arbitragem entre títulos no exterior e no país. A depreciação esperada é explicada pelo diferencial das taxas de juros externas e internas, levado em conta o prêmio de risco embutido no título doméstico.

<sup>1</sup> Bogdanski, Joel, Alexandre Tombini e Sergio Werlang (2000) "Implementing Inflation Targeting in Brazil" **Banco Central do Brasil Working Paper Series n°1**.

Apesar ser originada por meio de uma condição de arbitragem, resultados empíricos indicam que a relação da UIP não é observada em geral. Em exercícios econométricos realizados para séries de câmbio de países industrializados, em que se supõe que o prêmio de risco é nulo, em vez de se obter um coeficiente igual a um para o termo  $(i_t - i_t^f)$ , é comum estimar-se um coeficiente próximo de zero ou até negativo. Em alguns, rejeita-se a hipótese nula de que o coeficiente é igual a 1. Outros trabalhos indicam que a constatação da UIP depende do tamanho do horizonte considerado na constatação empírica, do fato de o país ser ou não industrializado ou emergente, ou ser fixo ou flutuante o regime de câmbio adotado. Outras causas são a assimetria de informações, mobilidade imperfeita de capitais, custos de transação, ineficiência de mercado e simplificações feitas nos testes empíricos.

Com o objetivo de estimar adequadamente a taxa de câmbio nominal há que se considerar alterações na equação 1 que tenham maior respaldo empírico. Em particular, deve-se flexibilizar a forma como o diferencial da taxa de juros e o prêmio de risco afetam a depreciação cambial. É possível que as corretas taxas de juros nominal doméstica e estrangeira a serem utilizadas na UIP sejam combinações lineares dos rendimentos de vários ativos brasileiros e americanos, respectivamente. Porém, por simplificação, será considerado que o diferencial dessas taxas seja função linear do diferencial entre a taxa Selic e a Federal Funds. De maneira análoga, pode-se considerar que o verdadeiro prêmio de risco soberano a ser utilizado na UIP seja função linear do *spread* do C-Bond<sup>2</sup> em relação ao *US Treasury*. Essas considerações estão representadas pelo **Sistema 2**.

$$\begin{aligned} i_t - i_t^f &= \alpha_0 + \alpha_1 \cdot (\text{Selic}_t - \text{FFunds}_t) + u_t \\ x_t &= \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{SCBond}_t + v_t \end{aligned} \quad (2)$$

onde: **Selic<sub>t</sub>** é o logaritmo natural da taxa Selic média no período  $t$ :  $\ln(1 + \text{Selic}\%)_t$ ;

**FFunds<sub>t</sub>** é o logaritmo natural da taxa Federal Funds, dos EUA, média no período  $t$ :  $\ln(1 + \text{FedFunds}\%)_t$ ;

**SCBond<sub>t</sub>** é o logaritmo natural do *spread* entre o rendimento do C-Bond e do Título do Tesouro americano (*US Treasury*) médios no período  $t$ : ;

$$\ln \left( \frac{1 + \text{Re n dim}_t^{\text{C-Bond}}}{1 + \text{Re n dim}_t^{\text{US.Treasury}}} \right)$$

$\left. \begin{matrix} u_t \\ v_t \end{matrix} \right\}$  são componentes de erro, supostamente ruídos brancos.

Como proxy da expectativa, no instante  $t$ , da taxa de câmbio nominal para o instante  $t+1$ , utilizou-se, por simplicidade, projeções obtidas por um modelo univariado. Como essa

<sup>2</sup> Escolheu-se o C-Bond por dois motivos: primeiro, por ser o título com a série mais longa disponível à época do presente estudo e, segundo, por ter seu preço não viesado pela proximidade do vencimento, ainda distante.

expectativa é feita com informações limitadas ao período anterior ao instante  $t$ , a defasagem mais recente que a explicaria seria em  $t-1$ . Portanto, a especificação mais simples seria a descrita pelo **Sistema 3**. De acordo com a hipótese feita, o valor esperado para a taxa de câmbio nominal em  $t+1$  é consequência direta da modelagem, conforme mostrado no mesmo sistema

$$\begin{aligned} e_{t+1} &= \gamma_0 + \gamma_1 \cdot e_{t-1} + z_t \\ E_t(e_{t+1}) &= \gamma_0 + \gamma_1 \cdot e_{t-1} \end{aligned} \quad (3)$$

onde:  $\gamma_i$  são parâmetros da aproximação feita;  
 $z_t$  é um componente de erro, supostamente ruído branco.

Considerando a equação em diferenças<sup>3</sup> originada da **Equação 1 e os sistemas 2 e 3** e incorporando uma condição de equilíbrio de longo-prazo baseada na hipótese da *paridade do poder de compra*, pode-se especificar a dinâmica da taxa nominal de câmbio de acordo com a **Equação 4**, assumindo que a combinação de erros  $(v_t - v_{t-1} - u_t + u_{t-1})$  segue um processo de ruído branco. A intuição por trás da hipótese de equilíbrio utilizada é que a variação do câmbio nominal, no equilíbrio, deve ser igual à diferença entre as taxas de inflação doméstica e estrangeira de longo prazo, medidas pelo IPCA e pelo PPI americano, respectivamente. Uma vez considerando que as variações de equilíbrio do diferencial de juros e do prêmio de risco se anularem, a condição de longo prazo da **Equação 4** é a representada pela **Equação 5**.

$$\Delta e_t = \gamma_1 \cdot \Delta e_{t-1} - \alpha_1 \cdot \Delta(\text{Selic}_t - \text{FFunds}_t) + \beta_1 \cdot \Delta \text{SCBond}_t + (1 - \gamma_1) \cdot (\pi_t - \pi_t^f) + \varepsilon_t \quad (4)$$

onde:  $\Delta \cdot$  é o operador primeira diferença. Ex:  $\Delta \varphi_t = \varphi_t - \varphi_{t-1}$ ;  
 $\varepsilon_t$  é a combinação de componentes de erros  $(v_t - v_{t-1} - u_t + u_{t-1})$ , supostamente ruído branco.  
 $\pi_t$  é o logaritmo natural da taxa de variação do IPCA no período  $t$ :  $\ln(1 + \Pi_t)$ ;  
 $\pi_t^f$  é o logaritmo natural da taxa de variação do PPI dos EUA no período  $t$ :  $\ln(1 + \text{PPI}\%_t)$ .

$$\Delta e_{eq} = \frac{1}{1 - \gamma_1} \cdot (1 - \gamma_1) \cdot (\pi_{lp} - \pi_{lp}^f) \therefore \Delta e_{eq} = (\pi_{lp} - \pi_{lp}^f) \quad \text{Com a condição de que: } \gamma_1 < 1 \quad (5)$$

A **Equação 4** foi estimada com frequência mensal utilizando-se as variáveis ocorridas no período pós-flutuação do câmbio nominal, com exceção dos primeiros meses para evitarem-se ruídos decorrentes da mudança de regime. Todos os parâmetros estimados apresentaram o sinal esperado e os testes estatísticos indicaram boa aderência e significância. Quanto à série de resíduo da estimação, seu correlograma indicou um processo de ruído branco.

<sup>3</sup> A série de câmbio nominal apresentou indícios fortes possuir uma raiz unitária, optou-se portanto em trabalhar com a primeira diferença

**Tabela 1** Resultados da Estimação para a Depreciação cambial

Método: OLS		Amostra: Maio/1999 a Maio/2001		
Variável	Valor Estim.	D. Padrão	t	Valor P
$\Delta e_{t-1}$	0,594	0,105	5,667	0,000
$\Delta(\text{Selic}_t - \text{FFunds}_t)$	-9,419	2,698	-3,492	0,002
$\Delta \text{SCBond}_t$	34,415	7,608	4,523	0,000
$(\pi_t - \pi_t^f)$	0,406	0,105	3,874	0,001
$R^2 = 0,634$		$R^2_{\text{Ajust.}} = 0,601$		

A **Tabela 1** mostra o resultado da estimação. Aumentos do diferencial de juros geram apreciações cambiais enquanto aumentos no prêmio de risco estão associados a depreciações. Embora os parâmetros estimados para as *proxies* do *diferencial de juros* e do *prêmio de risco* sejam significantes, seus valores absolutos são bem maiores que 1.

Os coeficientes estimados para a UIP apresentaram valores absolutos acentuadamente mais altos que os esperados pela relação de não-arbitragem. Porém, dado o curto período da amostra, nada nos garante que a taxa de câmbio real estimada convirja para um valor de equilíbrio de longo prazo. Somando-se a isto o fato de os juros domésticos e o risco soberano estarem, durante todo o período de estimação, apresentando valores considerados acima do valor suposto como de equilíbrio destas variáveis.

## 2. Prêmio de Risco

A linha seguida nesse exercício é a endogenização da *proxy* para o prêmio de risco soberano utilizada na **Equação 4**: o *spread* do *C-Bond* em relação ao rendimento do título do tesouro americano, o *US Treasury*.

Apesar de a literatura aconselhar vários indicadores para explicar a percepção de risco soberano, é preciso utilizar um critério parcimonioso. Decidiu-se por estimar uma equação para explicar o *spread* do *C-Bond* de forma a captar as percepções de risco soberano geradas por variações de indicadores fiscais, de comércio exterior e de solvência e liquidez. Um conjunto de candidatas à explicação do *prêmio de risco* foi então construído, envolvendo a Dívida Líquida do Setor Público<sup>4</sup> sobre o PIB, Déficit Primário do Setor Público sobre PIB, Reservas sobre PIB, Saldo em Transações Correntes

<sup>4</sup> Interna, Externa e Total.

sobre PIB, Importações sobre Reservas, Corrente de Comércio sobre PIB e algumas variáveis *dummy* para explicar tanto momentos de contágio devidos a choques internacionais quanto momentos de choque doméstico.

Desejando-se utilizar um critério parcimonioso, foi preciso ater-se às variáveis que se mostrassem relevantes evitando-se, no entanto, a tendência de sobrestimação, principalmente no que tangia à inclusão das variáveis *dummy* que captavam momentos de choques internacionais e domésticos.

No melhor modelo estimado, os indicadores Reservas sobre PIB, Dívida Líquida do Setor Público sobre o PIB e Saldo em Transações Correntes sobre PIB se mostraram significantes e representativos das 3 classes de indicadores mencionados: de solvência/liquidez, fiscais e de comércio exterior, respectivamente. Para captar os efeitos de choques, foram utilizadas *dummies* de pulso para as crises do México, cujos maiores efeitos foram sentidos em janeiro de 1995, Moratória da Rússia em agosto de 1998 e ataque especulativo ao Real em dezembro de 1998, que culminou na mudança de regime cambial no mês seguinte. Na **Equação 6**, pode-se verificar a especificação utilizada.

$$SCBond_t = a_0 + a_1 \cdot SCBond_{t-1} + a_2 \cdot \Delta Res / PIB_t + a_3 \cdot \Delta DLT / PIB_t + a_4 \cdot \Delta TCor / PIB_t + \sum_j a_j \cdot DUMMY_j + \eta_t \quad (6)$$

onde:  $Res/PIB_t$  é a razão do nível de Reservas Internacionais sobre PIB acumulado de 12 meses, no período  $t$ ;

$DLT/PIB_t$  é a razão da Dívida Líquida Total do Setor Público sobre PIB acumulado de 12 meses, no período  $t$ ;

$TCor/PIB_t$  é a razão do Saldo de Transações Correntes acumulado de 12 meses sobre PIB acumulado de 12 meses, no período  $t$ ;

$DUMMY_j$  é uma variável *dummy* valendo 1 nos períodos de choques (Jan/95, Ago/98 e Dez/98) e 0 nos demais períodos;

$\eta_t$  é um componente de erro, supostamente ruído branco.

A intuição conduz ao raciocínio de que quanto maior o nível de Reservas Internacionais, maior a capacidade de honrar os compromissos assumidos a economia terá. Portanto, aumentos no nível das Reservas reduzem a expectativa de risco soberano, ou seja, espera-se que seu coeficiente estimado tenha sinal negativo. Seguindo o raciocínio, quanto maior a Dívida Líquida do Setor Público ou mais negativo o Saldo em Transações Correntes, maior a expectativa de risco soberano, sendo os sinais esperados para seus coeficientes positivo e negativo, respectivamente. Na **Tabela 2** são mostrados os resultados da estimação.

<b>Método: OLS</b>		<b>Amostra: Julho/1994 à Abril/2001</b>		
<b>Variável</b>	<b>Valor Estim.</b>	<b>D. Padrão</b>	<b>t</b>	<b>Valor P</b>
<i>Cte</i>	0,006	0,003	2,256	0,027
<i>SCBond<sub>t-1</sub></i>	0,896	0,034	26,342	0,000
$\Delta Res / PIB_t$	-0,503	0,125	-4,038	0,000
$\Delta DLT / PIB_t$	0,117	0,045	2,599	0,011
$\Delta TCor / PIB_t$	-0,779	0,446	-1,747	0,085
<i>DUMMY<sub>Jan/95</sub></i>	0,018	0,006	2,985	0,004
<i>DUMMY<sub>Ago/98</sub></i>	0,025	0,006	4,088	0,000
<i>DUMMY<sub>Dez/98</sub></i>	0,016	0,006	2,625	0,011

 $R^2 = 0,916$ 
 $R^2_{\text{ajust.}} = 0,908$ 

**Tabela 2** Resultados Estimados Para a Equação 6

A estimação da equação do risco soberano, mesmo com a necessidade de se colocar algumas dummies, apresentou resultados intuitivos e robustos. Os resultados indicam que melhorando as contas públicas e diminuindo o déficit de transações correntes o risco soberano do Brasil diminui.

# Anexos

## Notas da 63ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

**Data:** 18 e 19.9.2001

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

**Horário de início:** 16:17 h dia 18 e 17:41 h dia 19

**Horário de término:** 20:01 h dia 18 e 19:58 h dia 19

### **Presentes:**

Membros da Diretoria Colegiada

Arminio Fraga Neto - **Presidente**

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Edison Bernardes dos Santos

Ilan Goldfajn

Luiz Fernando Figueiredo

Tereza Cristina Grossi Togni

### **Chefes de Departamento** (todos presentes no dia 18)

Altamir Lopes - Departamento Econômico (DEPEC)

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

Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP)

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

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

### **Demais participantes** (todos presentes no dia 18)

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva - Consultor da Diretoria

Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria

Antônio Carlos Monteiro - Secretário-Executivo da Diretoria

João Borges - Assessor de Imprensa (ASIMP)

Fábia Aparecida de Carvalho - Coordenador do Grupo de Comunicação Institucional

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

## Atividade econômica

O nível de atividade econômica interna segue mostrando desaceleração, mantendo a tendência delineada desde o final do primeiro trimestre. Esse comportamento vem refletindo a deterioração do cenário econômico externo, a crise de energia elétrica e, conseqüentemente, seus impactos sobre as expectativas econômicas e as trajetórias das taxas de juros e de câmbio.

Os indicadores de demanda, em parte por terem reagido prontamente e com maior intensidade à mudança do contexto econômico, mostraram, em agosto e setembro, relativa estabilidade. Contudo, os resultados são ainda incipientes para afirmar que o processo de desaceleração esteja mostrando sinais de esgotamento. Além disso, as repercussões decorrentes dos atentados nos EUA ainda não se refletiram nos indicadores econômicos divulgados até o momento. Deve-se salientar, entretanto, que os possíveis desdobramentos dessa crise geram novas incertezas sobre a conjuntura econômica externa, fato que desfavorece a retomada do nível de atividade interna no momento atual.

Informações preliminares divulgadas pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP) indicaram que o faturamento do comércio varejista, na região metropolitana de São Paulo, cresceu 1% em agosto, ante julho, mas acumula queda de 3% no ano em relação ao mesmo período de 2000. O resultado do mês foi influenciado pelo aumento nas vendas de materiais de construção, de 7,2%, que se sobrepôs às quedas de 1,3% nas vendas de bens de consumo e de 8,3% do comércio automotivo.

O Índice de Intenções do Consumidor (IIC), também pesquisado pela FCESP, recuperou-se parcialmente em setembro ao atingir 94,9, mantendo-se ainda na faixa de pessimismo - abaixo de 100 em escala que varia de 0 a 200 -. Essa recuperação deveu-se ao comportamento positivo dos dois componentes, intenções atuais e intenções futuras, refletindo uma percepção menos negativa das conjunturas econômica e política internas no final de agosto, momento da pesquisa. Portanto, esse resultado de setembro não traz, ainda, as repercussões dos atentados nos EUA na formação das expectativas internas.

Os indicadores gerais de investimentos no país mostraram sinais de arrefecimento em julho, principalmente aqueles referentes às importações e às exportações de bens de capital, enquanto a produção doméstica de bens de capital ainda refletiu algum dinamismo, estimulada pelos efeitos do racionamento de energia, que impulsionou a produção de eletrogênios. A produção de insumos para a construção civil mostrou estabilidade no mês, após fortes quedas observadas no bimestre precedente.

A produção industrial recuou pelo quinto mês consecutivo em julho, com queda de 1,2% na série dessazonalizada. No ano, o crescimento da produção industrial ficou em 4,3% e a variação acumulada em 12 meses passou para 5,1%, ante 5,7% em junho. A retração no mês atingiu 13 dos 20 ramos industriais e três das quatro categorias de uso, observando-se crescimento apenas na produção de bens de capital. Note-se que nos dois primeiros meses sob a vigência do racionamento de energia, a produção industrial diminuiu 0,1% ante idênticos meses do ano passado, pressionada pelas retrações

de 4,7% na produção de bens de consumo duráveis e de 1,6% na de bens intermediários. Considerando o grau de intensidade no gasto com energia elétrica, os setores de alta intensidade reduziram a produção em 10,1% no bimestre junho-julho, enquanto os de média e baixa intensidades cresceram 4,4% e 4%, respectivamente, ante igual período de 2000.

O recuo na produção industrial resultou em nova redução da utilização da capacidade produtiva instalada, conforme pesquisa da Confederação Nacional da Indústria (CNI), atingindo 79,7% em julho, na série dessazonalizada. Foi a quinta queda consecutiva desde o pico recente, de 82%, observado em fevereiro de 2001. As horas trabalhadas na produção recuaram 1,5% em julho, na série com ajuste sazonal, segundo pesquisa da Confederação Nacional da Indústria - CNI -, revelando que o corte de horas extras e as férias coletivas têm sido, até o momento, alternativas preferidas à eliminação de vagas no ajuste de pessoal à retração da atividade fabril. Mesmo assim, pesquisas industriais revelam redução do emprego no setor. A taxa de desemprego atingiu 6,19% em julho, ante 6,38% em junho, porém como resultado da queda de 49 mil no número de trabalhadores ocupados e de 91 mil pessoas na População Economicamente Ativa.

No que se refere ao crédito, o saldo das operações contratadas com recursos livres registrou crescimento de 2,4% em agosto, em função dos incrementos de 2,6% nas operações com pessoas jurídicas e 2,1% nas operações com pessoas físicas. Esse desempenho, contudo, continuou a refletir o fluxo positivo decorrente de operações realizadas em períodos anteriores, uma vez que as novas concessões apresentaram queda pelo segundo mês consecutivo, reagindo ao cenário de incertezas associado à manutenção de taxas ativas em elevação. A média diária dos créditos contratados pelas empresas e famílias reduziu-se 6,1% e 1,3%, respectivamente, em agosto, na comparação com o mês anterior.

No âmbito da política fiscal, observa-se a manutenção da austeridade, com a elevação para R\$ 34,4 bilhões da meta para o superávit primário até setembro. A arrecadação de impostos e contribuições manteve-se em expansão em agosto, principalmente pelos efeitos da arrecadação sobre ganhos de capital e sobre a movimentação financeira, uma vez que, com a desaceleração da atividade econômica, a arrecadação de impostos sobre o faturamento vem crescendo a taxas mais baixas.

Quanto às transações externas da economia brasileira, a balança comercial acusou superávit de US\$ 663 milhões em agosto e de US\$ 120 milhões nas duas primeiras semanas de setembro, acumulando resultado positivo de US\$ 779 milhões no ano. Note-se que, a partir de maio, exportações e importações passaram a crescer a taxas menores, refletindo simultaneamente, mas com diferente intensidade, os efeitos da desaceleração no crescimento da economia brasileira e da economia mundial.

Em agosto, as exportações foram reforçadas pela reexportação de aeronaves, a exemplo do ocorrido em agosto de 2000, mas o destaque continuou com o crescimento das vendas externas de produtos básicos, principalmente carnes de frango, bovina e suína, e a recuperação em semimanufaturados, decorrente da retomada nas vendas de produtos semimanufaturados de ferro e aço e da continuidade

no crescimento das exportações de açúcar. Os embarques de produtos manufaturados voltaram a cair na comparação com o mesmo mês de 2000. Por mercados de destino, os melhores resultados foram alcançados para países com menor participação na pauta, confirmando uma diversificação dos destinos para as vendas brasileiras em 2001, ao mesmo tempo em que as vendas para os principais mercados como EUA e Mercosul acusaram retração.

Em relação às importações, apenas as compras de bens de capital cresceram na comparação com agosto de 2000 em valores totais. Em termos de valor médio diário, só as compras de combustíveis e lubrificantes superaram as de agosto do ano passado. As quedas nas compras de bens de consumo e de bens intermediários refletem o arrefecimento do crescimento industrial do país e a recente elevação da taxa de câmbio.

Em resumo, a adversidade do cenário externo e o ajuste da economia à crise de energia elétrica desencadearam um processo de desaceleração do nível de atividade que permanece até o momento. Como resultado, verificam-se reduções nas taxas de crescimento observadas e projetadas para a economia brasileira em 2001. O mercado de trabalho começa a ajustar-se a esse cenário, ainda que de forma gradual, o que deve provocar pressões adicionais na massa de rendimentos reais, já afetada pelos impactos dos reajustes de preços administrados. A deterioração nas condições do crédito, com maior seletividade, prazos menores e taxas mais elevadas, também não favorece a recuperação da demanda. A situação fiscal permanece favorável, mas com a perspectiva de continuidade de desaceleração no crescimento das receitas. A tendência recente do comércio exterior sugere a recuperação dos saldos comerciais, refletindo, principalmente, a tendência de queda nas importações, uma vez que a conjuntura internacional, mesmo antes dos atentados nos EUA, não se mostrava favorável ao crescimento das exportações.

### **Ambiente externo**

A avaliação da trajetória da economia internacional a partir dos ataques aos Estados Unidos em 11 de setembro tornou-se bastante difícil, uma vez que tende a ser fortemente vinculada ao impacto dessas ações sobre a economia norte-americana. Embora precoce, a análise parte da acentuada expectativa de influência desfavorável sobre a confiança dos consumidores e da perspectiva de intensificação do desaquecimento no curto prazo. Isso levou o *Federal Reserve* a reduzir, pela oitava vez no ano, a taxa básica de juros em 50 pontos básicos, no dia 17 do corrente mês, situando-a em 3% ao ano. Em paralelo, o governo sinaliza a adoção de política fiscal expansiva, fazendo uso parcial do superávit, o que tenderá a produzir impacto positivo no médio prazo, intensificando a recuperação estimulada pela política monetária mais flexível.

Até o início de setembro, a economia dos Estados Unidos permanecia em processo de desaceleração e as estatísticas divulgadas não sinalizavam retomada no curto prazo. O consumo mantinha-se como pilar de sustentação da demanda, embora em trajetória descendente, uma vez que os investimentos

apresentaram decréscimo significativo desde o final de 2000. A queda acentuada nos investimentos tem sido registrada nos estoques e nos ativos fixos, como estruturas, equipamentos e software. Assinale-se que esse ajustamento é considerado relevante para a correção dos desequilíbrios gerados no período de crescimento acelerado. Os resultados fiscais positivos têm sido inferiores às expectativas iniciais, refletindo a redução das alíquotas, alterações nas datas de recolhimento e o menor nível de atividade. O comércio externo também tem sido influenciado pela desaceleração no ritmo da economia, implicando menores taxas de crescimento das importações. Adicionalmente, a repercussão internacional da queda do nível de atividade da economia norte-americana tem se traduzido em menores taxas de crescimento das exportações. A trajetória dos índices de preços não demonstra a existência de pressões inflacionárias, deixando espaço para novas reduções nas taxas de juros. Destaque-se que as expectativas dos gerentes de compras (NAPM) do setor manufatureiro haviam registrado significativa melhora em julho, não acompanhada pelos executivos do setor serviços e pelos consumidores.

Na Área do Euro as estatísticas apontam o contágio da região pelo processo de desaceleração dos Estados Unidos. O Produto Interno Bruto no segundo trimestre expandiu 1,7%, relativamente a igual trimestre do ano anterior, após crescimento de 2,4% no primeiro trimestre. Os indicadores nacionais relativos a julho e agosto e a percepção dos empresários, traduzida no declínio dos indicadores de confiança das três maiores economias da região - Alemanha, Itália e França -, sugerem manutenção dessa tendência no próximo trimestre. Destaque-se que, em ação coordenada com o banco central dos Estados Unidos, o Banco Central Europeu reduziu as taxas de juros básicas em 50 pontos básicos no dia 17 do corrente mês, situando a taxa de desconto principal em 3,75% ao ano.

A economia japonesa permanece sem dar mostras de recuperação no nível de atividade, embora o iene registre trajetória de apreciação. As economias do leste asiático, que tendem a apresentar elevada dependência da demanda dos Estados Unidos e do Japão, buscam medidas para compensar a retração no setor externo, com China e Coréia do Sul sendo as mais bem sucedidas.

As economias da América Latina recebem os impactos desfavoráveis do ambiente internacional pelo comércio e pela menor liquidez no mercado financeiro, com aumentos da incerteza e da aversão ao risco dos investidores. A economia argentina permanece em recessão, apesar dos esforços internos e dos programas de auxílio financeiro de organismos internacionais.

Em síntese, observa-se trajetória de desaquecimento da atividade econômica em nível mundial, liderada pelos Estados Unidos. Esse quadro tende a aprofundar-se no curto prazo, em função do recrudescimento da contração dos dispêndios dos consumidores e das empresas americanos, em resposta aos atentados em 11 de setembro. No entanto, a distensão, já iniciada, das políticas monetária e fiscal nos Estados Unidos deve contribuir para amenizar a tendência de contração do produto no médio prazo, com impactos positivos para a economia mundial.

## Preços

Em agosto, os reajustes dos preços administrados seguiram pressionando os principais índices de inflação, porém com menor intensidade, de tal modo que as variações mensais situaram-se abaixo das observadas em julho. Considerando os preços ao consumidor, os reajustes de energia elétrica em São Paulo, Curitiba e Belém, juntamente com o aumento dos combustíveis, em nível nacional, exerceram as maiores influências nos resultados do mês. No atacado, além do impacto provocado pelos preços dos combustíveis, destacou-se a pressão do aumento da taxa do grupo “cereais e grãos e lavouras para exportação” dentre os produtos agrícolas, refletindo, em parte, os efeitos da variação da taxa de câmbio.

O IPCA variou 0,70% em agosto, ante 1,33% em julho, acumulando 5,06% no ano e 6,41% em 12 meses. O recuo na variação mensal deveu-se à menor intensidade nas variações dos preços administrados, que se concentraram em julho. Os preços dos alimentos aumentaram 0,83%, com destaque para a alta de 21% nos preços do óleo de soja, principalmente pela elevação nos preços internacionais que haviam impactado os preços no atacado em julho. As expressivas altas nos preços da farinha de trigo, do pão francês e do macarrão refletiram tanto a elevação recente no preço do trigo, como a variação cambial. Ainda no grupo alimentação, os aumentos nos preços estão associados, principalmente, à entressafra. O item empregado doméstico, com variação de 2,38%, foi a maior contribuição individual do mês, 0,08 ponto percentual. Esse percentual reflete as variações ocorridas no mercado de trabalho após o reajuste do salário mínimo em maio. Quanto ao item energia elétrica, a variação de 1,21% decorreu, principalmente, do percentual de 10,79% registrado em Belém, onde as tarifas foram reajustadas em 14%, a partir de 7 de agosto.

O IGP-DI cresceu 0,9% em agosto, ante 1,62% em julho, acumulando 7,4% no ano e 9,8% em 12 meses. A variação de 1,13% no IPA foi a principal responsável pelo resultado do IGP-DI, enquanto o IPC elevou-se 0,54%, ainda refletindo a alta em preços administrados. O INCC variou 0,62%, exclusivamente pelos aumentos em materiais, uma vez que os custos com a mão-de-obra permaneceram estáveis.

Depreende-se da análise dos índices em julho e agosto, o fato de que as altas observadas resultaram de pressões advindas de grupos específicos. Não se observa generalização desses aumentos entre setores nem tampouco movimentos contínuos de alta, o que caracteriza a ausência de mecanismos de indexação na economia. Considerando esse fato, bem como o esgotamento das pressões advindas dos reajustes dos preços administrados, delineia-se perspectiva de redução significativa nas taxas de inflação nos próximos meses.

## Mercado monetário e operações de mercado aberto

A curva de juros manteve tendência de redução na sua inclinação algumas semanas após a última reunião do Copom, motivada pela interpretação da meta para a Taxa Selic em 19% como “teto” dos juros e pela divulgação de notícias favoráveis no plano externo - elevação do Índice dos Gerentes de

Compras da economia norte-americana (NAPM) de agosto, indicando menor retração do nível de atividade, e arrecadação fiscal da economia argentina em nível superior ao esperado. Entre 22/8 e 4/9, o *spread* entre a Taxa Selic e o DI futuro de janeiro se reduziu de 340 para 190 pontos-base. No entanto, essa trajetória sofreu reversão após os atentados nos EUA em 11/9, tendo o mesmo *spread* se elevado para 320 pontos, em 17/9. Nessa data, observou-se uma maior inclinação da curva de juros em toda a sua extensão.

Em setembro, deu-se início à estratégia de rolagem integral do principal e do último cupom de juros dos títulos cambiais preferencialmente por meio de NTN-D. De forma a girar o vencimento de R\$ 5,8 bilhões de NBCE em 6/9, foram realizados três leilões de NTN-D de 3 anos, cujo resultado financeiro representou 67% do volume vencido, e um de 11 meses, quando a demanda mostrou-se atendida para prazos mais longos. A taxa única para os títulos de três anos reduziu-se de 10,87% nos dois primeiros leilões para 10,38% no último. Na oferta do título mais curto, a taxa média alcançou 5,54%.

A rolagem do vencimento de R\$ 3,7 bilhões em 17/9 foi realizada por meio de dois leilões de NTN-D de 3 anos (totalizando 69% do vencimento), com taxas de 11,50% e 11,95%, e uma oferta com prazo de 8 meses, à taxa média de 5,81%. Houve ainda, em 29/8, um leilão de NBCE de três anos para rolagem de R\$ 1,1 bilhão de vencimento de NTN-D em 3/9. A taxa média observada foi de 10,29% ao ano. Em 13 e 14 de setembro, foi realizado um total de três colocações de NBCE de 5 meses para atender à demanda por hedge. O financeiro resultante foi de R\$ 6,7 bilhões e as taxas médias de colocação foram de 9,69%, 9,96% e 10,26%. As grandes quantidades ofertadas e o patamar das taxas aceitas sancionaram uma abertura da curva de cupom cambial.

Em 29/8, foi liquidado um leilão de LTN de cinco meses. O financeiro alcançado foi de R\$ 0,9 bilhão e a taxa média de colocação, de 22,60%, apresentou redução em relação ao leilão semelhante realizado na semana anterior, diante da interpretação de que a meta para a Taxa Selic não seria elevada. Nesse cenário, em 4/9, o Tesouro colocou R\$ 1,3 bilhão em LTN de 7 meses, à taxa média de 22,86%.

Em 5/9, foi liquidado um leilão de LFT de cinco anos, totalizando um volume financeiro de R\$ 1,2 bilhão. A demanda voltou a ser superior à oferta (2,2), devido ao menor volume ofertado e à necessidade de os fundos de investimento recomporem suas carteiras, o que levou a uma interrupção do movimento de elevação do deságio médio - redução de 0,40% para 0,34%.

Em razão dos efeitos sobre os mercados dos atentados nos Estados Unidos, o Tesouro Nacional decidiu cancelar os leilões de LFT e de LTN programados para aquele dia. O processo de colocação foi reiniciado em 18/9, com a venda de R\$ 1,2 bilhão de LFT de cinco anos, a um deságio médio ligeiramente inferior ao leilão anterior (0,33%) e com uma demanda novamente superior à oferta (relação de 1,6). Considerando as liquidações financeiras entre 22 de agosto e 18 de setembro, houve um impacto monetário expansionista de R\$ 142 milhões. As colocações adicionais de NBCE compensaram os resgates líquidos de títulos do Tesouro.

Para um total de 19 dias úteis, o Banco Central atuou em dez oportunidades no mercado aberto, com o objetivo de administrar a taxa de juros de curtíssimo prazo. Em todas as intervenções, houve compra de títulos federais com compromisso de revenda, com taxa mínima de 19,06%. O volume médio das intervenções atingiu R\$ 5,3 bilhões.

### **Avaliação prospectiva das tendências da inflação**

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

1. a taxa de inflação de agosto, medida pelo IPCA, registrou 0,70%, valor próximo ao esperado para o mês;
2. a projeção para os preços dos derivados do petróleo foi calculada com base na curva de preços atualmente implícita nos contratos futuros de petróleo do tipo *Brent*. A expectativa para o preço médio do barril foi elevada para US\$26,2 no terceiro e US\$28,1 no quarto trimestre de 2001. Para 2002, considera-se a hipótese de que, no primeiro trimestre, os preços dos derivados no mercado interno sejam reajustados com base na estrutura de custos determinada pela média dos preços em vigor no último trimestre de 2001. A partir do segundo trimestre, acompanham a inflação de mercado.
3. para o conjunto ampliado de preços administrados, com peso de 30,4% no IPCA em agosto, o reajuste esperado em 2001 elevou-se ligeiramente para 11,0%, ante 10,0% em agosto. A variação desses preços de janeiro a agosto acumula 7,9%, e outros 3,0% são esperados para o restante do ano. A evolução desses preços deve contribuir diretamente com 3,2% para a inflação do ano, ante 2,9% previstos em agosto;
4. a projeção para o reajuste das tarifas de energia elétrica em 2001 foi mantida em 20%. Para 2002, o reajuste esperado é de 20%, entre aumentos para consumidores residenciais e não residenciais;
5. projeta-se uma inclinação para a curva de juros doméstica - definida pela diferença entre as taxas *swap* de 180 dias e a Selic de um dia - com média próxima a 500 pontos-base no terceiro trimestre de 2001, que declina linearmente para uma média de 300 pontos-base ao final de 2002;
6. a trajetória para a taxa de juros dos *fed funds* foi projetada com base nos vencimentos do contratos futuros que prevêm queda na taxa até o final do segundo trimestre de 2002 e ligeira elevação no restante do ano;
7. no cenário externo, a hipótese para a média do prêmio de risco - medido pela diferença entre o rendimento do Bônus Global emitido pelo Brasil (BR04) e os títulos do Tesouro dos Estados

Unidos com duração equivalente calculada pelo método da interpolação linear - foi revista passando a incorporar uma trajetória declinante dos atuais níveis para um patamar de 700 pontos a partir do segundo trimestre de 2002.

As hipóteses refletem numa taxa de câmbio estável, em 2001 e 2002, ao redor dos níveis observados à véspera da reunião do Copom.

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, declinou em agosto para 0,56%, ante 0,65% em julho. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 6,25%. O núcleo de inflação do IPC-BR, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, declinou em agosto para 0,59%. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 3,73%. O núcleo da inflação calculado por exclusão dos preços administrados - considerando o conjunto ampliado desses itens com peso de 30,4% no IPCA em agosto - e dos alimentos no domicílio registrou aumento de 0,40% em agosto, com variação acumulada em 12 meses de 4,04%.

A mediana das expectativas para a variação do IPCA coletadas por pesquisa diária do Banco Central apresentou os seguintes resultados: para 2001, aumentou de 6,3% para 6,5%, e para 2002, manteve-se em 4,5%.

Em relação à política fiscal, mantém-se a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário para o setor público consolidado que constam do Programa Econômico do Governo.

Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

Dos exercícios de simulação com diversas especificações do modelo estrutural, concluiu-se que a manutenção da taxa de juros no nível atual de 19,0% ao ano aponta para uma inflação acima do limite superior da meta para 2001. Para 2002, projeta-se uma inflação pouco acima do valor central da meta de 3,5% para o ano.

### **Diretrizes de política monetária**

A análise de indicadores recentemente divulgados confirma a tendência de arrefecimento da demanda resultado do conjunto de choques que atingiu a economia brasileira. A queda da demanda pode ser explicada pela piora do cenário externo, pelos reflexos nas expectativas da crise energética, e pela postura restritiva adotada pela política monetária. Ainda assim, espera-se que o PIB cresça moderadamente no ano. Como apontado na última reunião do Copom, o balanço entre oferta e demanda agregada vem exercendo uma pressão de baixa sobre a inflação, dado que o arrefecimento da demanda tem superado o efeito da crise de energia sobre a oferta agregada. Após uma elevação já esperada da inflação nos meses de julho e agosto, devido basicamente ao aumento dos preços administrados, o IPCA e outros índices já apresentam queda na margem, com variação reduzida dos preços de mercado.

Não obstante a pressão de baixa sobre a inflação decorrente do arrefecimento do nível de atividade, a taxa de câmbio continua pressionada. No cenário internacional, prevalecem expectativas adversas. A recuperação da economia americana já vinha sendo postergada como indicado pela divulgação de estatísticas recentes. Com os ataques do dia 11 de setembro, é maior a probabilidade de que a recuperação seja adiada para meados do próximo ano. Na Europa, seguindo o movimento da economia norte-americana, a tendência de redução do ritmo de atividade deve se acentuar. A economia japonesa não deve apresentar sinais de recuperação a curto prazo.

Ainda é prematuro prever os efeitos da crise nos EUA sobre a economia mundial e a brasileira. No entanto, é possível que o cenário internacional recente tenha, no curto prazo, duas conseqüências. São essas: i) as dúvidas sobre a situação da economia mundial, agravadas pelos atentados nos Estados Unidos, poderão abalar a confiança dos consumidores, aumentar a volatilidade dos mercados de ativos financeiros e do preço do petróleo e reduzir os fluxos de capitais; e ii) o nível de atividade da economia mundial deve se retrair limitando o fluxo de comércio internacional.

O aumento do saldo da balança comercial, em função da retração da demanda agregada no Brasil e da depreciação do real, e a retomada do crescimento da economia mundial na segunda metade do ano que vem deverão aprofundar a redução do déficit em transações correntes já em andamento e melhorar a qualidade de seu financiamento. Nesse meio tempo, o novo acordo do Brasil com o FMI apoiará o financiamento do Balanço de Pagamentos.

O núcleo da inflação do IPCA registrou a segunda queda mensal consecutiva. No entanto, o valor registrado em agosto (0,56%) ainda é elevado. As expectativas de inflação medidas por pesquisa diária do Banco Central junto a número elevado de instituições apresentaram pequenos aumentos na margem para a inflação em 2001 e indicam uma trajetória de queda da inflação em 2002. Em 2001, a variação do IPCA até agosto acumula 5,06%, liderada pela evolução dos preços administrados, 7,86% com contribuição para o IPCA de 2,30%. Os demais preços, com peso de 69,6% no IPCA, subiram 3,86% no período, com contribuição para o IPCA de 2,76%.

Para 2002, as projeções geradas pelo modelo estrutural do Banco Central, construídas a partir da trajetória de juros constantes, indicam uma inflação pouco acima de 3,5%. O aumento da inflação projetada para o próximo ano deve-se às trajetórias de câmbio e dos preços de energia e derivados do petróleo. Nesse sentido, os choques que afetam a economia brasileira este ano ainda terão reflexos sobre a inflação do próximo ano. Observe-se que a projeção da inflação dos preços de mercado, sobre a qual a política monetária tem maior impacto, permanece significativamente abaixo de 3,5%.

O Copom reconhece que ainda há riscos de ocorrerem repasses para os preços domésticos da depreciação recente da taxa de câmbio no ano que vem, à medida que a taxa de câmbio continue pressionada. Entretanto, o Copom entende que a política monetária encontra-se adequada para manter os preços de mercado sob controle e para neutralizar os efeitos secundários dos choques de oferta.

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

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 16 de outubro, 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

## **Notas da 64ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)**

**Data:** 16 e 17/10/2001

**Local:** Sala de reuniões do 8º andar (no dia 16) e 20º andar (no dia 17) do Edifício-Sede do Banco Central - Brasília - DF

**Horário de início:** 16:08 h dia 16 e 16:35 h dia 17

**Horário de término:** 20:32 h dia 16 e 18:58 h dia 17

**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 16)**

Altamir Lopes - Departamento Econômico (DEPEC)

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

Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP)

Luis Gustavo da Matta Machado - Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (DEBAN)

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

**Demais participantes (todos presentes no dia 16)**

Antônio Carlos Monteiro - Secretário-Executivo da Diretoria

João Borges - Assessor de Imprensa (ASIMP)

Fábia Aparecida de Carvalho - Coordenador do Grupo de Comunicação Institucional

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

### **Atividade econômica**

Indicadores econômicos mostraram sinais de acomodação do nível de atividade, em agosto e setembro, em patamar mais baixo, haja vista a trajetória de desaceleração observada desde abril. Os indicadores de consumo mostraram ligeira recuperação em agosto e setembro, após as fortes quedas observadas no trimestre anterior, mas o consumidor mantém-se cauteloso, diante da piora nas condições do crédito, da queda em seus rendimentos reais e da deterioração do cenário externo. A produção industrial vem recuando gradualmente, ainda sustentada pelo atendimento de encomendas, particularmente aquelas ligadas à superação da crise de energia.

O Índice de Intenções do Consumidor (IIC), pesquisado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP), voltou a recuar em outubro, particularmente influenciado pelo clima de intranqüilidade após os atentados de 11 de setembro nos Estados Unidos. Os entrevistados também evidenciaram preocupação crescente relacionada ao desemprego. A queda, próxima a 9%, atingiu os dois componentes desse índice, intenções atuais e intenções futuras, interrompendo o movimento de recuperação que se observava a partir dos níveis mínimos alcançados em junho, sob o impacto do início do racionamento de energia.

Em relação ao faturamento do comércio varejista, houve crescimento de 0,8% em setembro, ante agosto, segundo a Fcesp. O resultado refletiu principalmente as vendas de bens de consumo não duráveis. No acumulado do ano, até setembro, entretanto, o movimento varejista acumula queda de 4%, destacando-se a retração de 19,4% nas vendas das concessionárias de veículos.

O maior dinamismo nas vendas de bens não duráveis também desponta nas informações da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), com as consultas ao telecheque - indicador de vendas à vista ou com pré-dados - crescendo 2,7% em setembro, ante queda de 2,8% naquelas efetuadas ao Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) - indicador de vendas a prazo. Quanto à inadimplência no comércio, manteve-se estável em 6% em setembro, com recuo nos novos registros e nos cancelamentos do Cadastro da ACSP. No setor financeiro, a proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos permaneceu em torno de 5%, também estabilizada nos últimos meses, mas cerca de 30% acima do observado em 2000.

Os gastos com investimentos no país têm evoluído favoravelmente ao longo do ano. Segundo o IBGE, a participação dos investimentos no PIB, no primeiro semestre de 2001, alcançou 24,7%, ante 23% registrados em 2000. Indicadores mensais de formação bruta de capital fixo seguem mostrando resultados positivos nos últimos meses, refletindo, em parte, os efeitos das decisões

associadas à superação da crise de energia. A produção de bens de capital acumulou expansão de 17% no ano, até agosto, tendo crescido 6,1% nesse mês, na série dessazonalizada. Os itens destinados à geração para energia elétrica registraram variações de 46,5% e de 15,5%, nas mesmas bases de comparação, respectivamente. Outro destaque é o desempenho da produção de máquinas agrícolas, com altas de 26,1% no ano e 16,6% em setembro. As importações de bens de capital também acompanharam essa tendência, registrando variações de 24,% no ano e de 5,8% em agosto, dessazonalizados. Cabe observar, entretanto, que o desempenho da construção civil, principal componente da formação bruta de capital fixo, mostrou comportamento diferente, tendo registrado queda de 1%, em agosto e estabilidade no acumulado do ano (0,4%).

O crescimento na produção de bens de capital em agosto foi o principal responsável pela relativa estabilidade da produção industrial (crescimento de 0,2% em agosto na série dessazonalizada), após cinco meses seguidos de queda, seguido pelo desempenho da produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis. Note-se que o patamar da produção industrial em agosto ficou estável em relação ao mesmo mês de 2000, sinalizando que o setor conseguiu contornar as restrições de oferta de energia através da racionalização no consumo, da substituição de fontes energéticas e da comercialização de excedentes entre os diversos setores da indústria.

A despeito desses resultados favoráveis, alguns segmentos industriais se ressentem mais intensamente das dificuldades do momento econômico, como a produção de bens de consumo duráveis, que recuou 7,1% em agosto, ante julho, e 14,5% em relação a agosto de 2000. O resultado acumulado no ano ainda mostra expansão de 5,2% mas está em franca desaceleração. Destaca-se entre os duráveis o comportamento do setor automobilístico. Mesmo com a redução da produção de veículos, observa-se acúmulo de estoques, haja vista a queda acentuada nas vendas de automóveis nos últimos meses. Em setembro, a produção de veículos recuou 5%, com ajuste sazonal, as vendas no atacado caíram 6,2% e o estoque de veículos nas concessionárias situou-se em torno de 100 mil unidades, cerca de 28 dias de vendas. O número de veículos nos pátios das montadoras também é elevado, o que deverá levar a novas reduções na produção, como atestam as recentes decisões de férias coletivas por parte de várias montadoras.

Em agosto, apesar da evolução positiva da produção industrial, houve declínio na utilização da capacidade instalada no setor, comparativamente a julho. Considerando séries ajustadas sazonalmente, registraram-se variações de -0,32% conforme a CNI e de -0,4% na indústria paulista, de acordo com informações da Fiesp. Também apresentaram recuo no mês o emprego industrial e a massa salarial real.

A taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas, atingiu 6,18% em agosto, ante 6,19% no mês anterior. O número de ocupados elevou-se 0,44%, representando 75 mil empregos que, entretanto, não foi suficiente para absorver o crescimento de 0,42% da população economicamente ativa (PEA), resultando em elevação do número de desocupados (0,16%). Essas

informações, aliadas à manutenção da tendência de crescimento do emprego formal, que apresentou elevação de 0,1% em agosto (dados dessazonalizados), mostram que os impactos da crise de energia elétrica sobre o mercado de trabalho foram menos intensos do que os previstos.

Em setembro, a média diária das novas concessões de empréstimos com recursos livres do sistema financeiro nacional apresentou elevação generalizada, em relação a agosto. Embora essa elevação indique possível ingresso de novos tomadores, esse movimento foi parcialmente condicionado pela concentração da demanda em menos dias úteis, 19 dias ante 23 dias no mês anterior, pois os fluxos acumulados no mês apresentaram redução em quase todas as modalidades.

Quanto às pessoas físicas, as novas contratações em setembro apresentaram expansão de 9,6% na média diária e retração de 6,2% no fluxo acumulado, enquanto o volume expandiu-se 2%. A contração primária, indicada pelo comportamento do volume de empréstimos no mês, é consistente com o desaquecimento da atividade econômica, com o nível da taxa de juros e com as incertezas advindas do cenário externo.

Em relação às transações externas da economia brasileira, a balança comercial acusou superávit de US\$594 milhões, em setembro, e de US\$29 milhões nas duas primeiras semanas de outubro, acumulando resultado positivo de US\$1,3 bilhão no ano. Essa melhora recente no resultado da balança comercial está associada à desaceleração da atividade econômica interna e à depreciação cambial, com redução nas importações e manutenção do crescimento das exportações, mesmo que em ritmo mais moderado. A expansão das vendas de produtos primários continua se destacando no comportamento da pauta de exportações, principalmente as de carnes e de soja, na esteira das oportunidades de mercado abertas com as doenças dos rebanhos europeus. Já as vendas de produtos manufaturados estão em desaceleração, sob os efeitos da retração nos principais mercados de destino, Estados Unidos e Argentina.

Em resumo, o nível de atividade situa-se em patamar baixo, em decorrência do processo de desaceleração iniciado ao final do primeiro trimestre do ano. Os resultados recentes que poderiam sinalizar possível esgotamento dessa tendência, sobretudo os indicadores de consumo, são incipientes e ainda não incorporaram plenamente os impactos da crise internacional. Não permitem, portanto, concluir pelo início de nova tendência. Além disso, ao se delinear as perspectivas para os próximos meses, há de se considerar a decisão da indústria automobilística em reduzir o ritmo produtivo, bem como os impactos decorrentes dessa decisão sobre os demais segmentos industriais.

O arrefecimento da demanda pela menor expansão do crédito e pela queda na confiança dos consumidores tem superado o efeito da crise de energia sobre a oferta agregada, gerando um hiato de produção que tem o efeito de conter as pressões inflacionárias e melhorar o resultado da balança comercial, principalmente pela retração das importações, dadas as dificuldades da conjuntura internacional para a expansão das exportações.

## Ambiente externo

As estatísticas divulgadas no último mês indicaram que a economia dos Estados Unidos mantinha-se, antes dos ataques de 11 de setembro, na trajetória de desaceleração iniciada no segundo semestre de 2000. Assim, permanecia o declínio dos dispêndios com capital, com redução da produção de bens de capital e estabilidade das encomendas às fábricas. As estatísticas relativas à evolução do consumo sugerem arrefecimento, com as vendas no varejo declinando 2,1% em setembro, relativamente ao mês precedente, na série dessazonalizada, implicando queda do acumulado em 12 meses de 3%, resultado até agosto, para 1,8%. Nesse contexto, o crédito ao consumidor, que se elevou US\$ 2,3 bilhões em setembro, continua em trajetória de redução quando se considera a variação anual.

Os ataques nos Estados Unidos e as ações posteriores têm contribuído fortemente para a elevação do grau de incerteza no ambiente econômico. Diante desse quadro e considerando a ausência de focos de pressão inflacionária, as políticas monetária e fiscal foram distendidas. Após a redução de 50 pontos básicos na meta para a taxa de juros dos *fed funds*, em reunião extraordinária no dia 17 de setembro, o banco central norte-americano promoveu novo corte de 50 pontos-base na reunião ordinária do dia 02 de outubro, situando a taxa de juros básica em 2,5% ao ano. Em paralelo, o governo dos Estados Unidos decidiu conceder apoio financeiro de US\$ 15 bilhões às companhias aéreas, a ser despendido entre 2001 e 2002, e recebeu autorização do Congresso para despendere US\$ 40 bilhões com assistência e recuperação, montante que deverá ser utilizado neste e no próximo ano. Esses valores, acrescidos às devoluções de tributos, implicam estímulo fiscal expressivo.

As expectativas de que as medidas governamentais de incentivo à recuperação do nível de atividade apresentem respostas no médio prazo não estão explícitas nas perspectivas dos empresários, conforme mensurado pelos índices da Associação Nacional dos Gerentes de Compras. O índice geral para o setor manufatureiro manteve-se abaixo do patamar de 50 pelo 14º mês consecutivo, em setembro, e o índice relativo ao setor serviços alcançou 50,2 em setembro, ainda considerado baixo para indicar reversão consistente de tendência. As expectativas dos consumidores, por sua vez, têm apresentado deterioração, considerando-se o índice calculado pelo *Conference Board*, que diminuiu de 114, em agosto, para 97,6, em setembro. O sentimento dos consumidores avaliados pela Universidade de Michigan sugere melhora, dado que o índice aumentou de 81,8, em setembro, para 83,4, em outubro, estatística ainda preliminar.

Destaque-se que a modalidade de reação militar aos ataques e os temores quanto a novas ações ofensivas em território norte-americano têm magnificado as incertezas relativas à retomada da atividade, contribuindo para um desempenho ainda menos favorável que o implícito nessa fase do ciclo econômico no curto prazo.

Na Área do Euro, permaneceram, no período, os indicadores de desaceleração no ritmo de crescimento da atividade econômica. As vendas no varejo registraram expansão anual de 1,3% em

julho, comparativamente a 1,5% no mês anterior. A produção industrial, cuja expansão registrara 1,8% em junho, relativamente a igual mês de 2000, contraiu 1,1% em julho, enquanto a taxa de desemprego da região permaneceu estável em 8,3% nos meses de julho e de agosto. Em relação à inflação, a trajetória do índice de preços ao consumidor harmonizado (IPCH) é descendente desde maio, quando atingiu 3,4%, alcançando 2,7% em agosto, ainda acima da referência de 2%. Considerando-se o índice de preços ao produtor (IPP), a trajetória descendente é ainda mais acentuada, passando de 4,8%, em janeiro, a 1,7%, em agosto. A recente elevação da média móvel trimestral, anualizada, do M3, indicador antecedente de inflação e primeiro pilar da política monetária do Banco Central Europeu (BCE), está sendo interpretada como fenômeno transitório e fruto de problemas estatísticos na mensuração do indicador, não sendo considerada ameaça de recrudescimento inflacionário. As expectativas dos empresários nas maiores economias da região permanecem desfavoráveis. Nesse cenário, o Banco Central Europeu reduziu a taxa de juros básica em 25 pontos-base a partir de 30 de agosto e, em setembro, em ação coordenada com o banco central dos Estados Unidos, promoveu outra redução de 50 pontos-base para 3,75% ao ano.

A evolução da economia japonesa não tem sido favorecida pelo ambiente internacional, estimulando o banco central japonês a intervir no mercado de câmbio, na tentativa de conter a valorização do iene frente ao dólar dos Estados Unidos, e a elevar a liquidez no mercado interno, visando estimular a economia.

Na Argentina, permanecem as incertezas quanto a capacidade de recuperação da economia, com manutenção da trajetória de redução da demanda e da oferta. Nesse contexto, a balança comercial registrou superávit de US\$ 692 milhões em agosto, acumulando resultado positivo de US\$ 3 bilhões no ano. Esse desempenho reflete, principalmente, a contração de 7,8% nas importações, uma vez que as exportações elevaram-se 4%. O elevado nível de risco apresentado pelos títulos argentinos, na percepção dos investidores internacionais tem contagiado outros títulos de economias emergentes.

Em síntese, o processo de desaquecimento da economia norte-americana, que já se disseminava às demais economias industrializadas, com impactos negativos para as economias emergentes e, principalmente, para aquelas em sua área de influência, tende a aprofundar-se com os efeitos dos ataques de setembro, ampliando o prazo para o início da retomada.

## **Preços**

Em setembro, as taxas de inflação medidas pelos principais índices de preços acusaram desaceleração, refletindo a queda nos preços agrícolas e, principalmente, o esgotamento dos reajustes dos preços administrados que pressionaram intensamente os índices no bimestre anterior.

O IPCA variou 0,28% em setembro, ante 0,70% em agosto, acumulando 6,46% em 12 meses. Além da menor variação dos preços administrados, esse resultado refletiu a queda dos preços de

produtos agrícolas, em especial dos alimentos *in natura*. A Taxa observada no grupo alimentação recuou de 0,83% em agosto para 0,39% em setembro. Mantiveram-se presentes na evolução dos custos da alimentação, pressões altistas advindas da entressafra e/ou problemas climáticos, ou mesmo efeitos da variação da taxa de câmbio. Os produtos não alimentícios também tiveram menor variação de preços em setembro, 0,25% ante 0,66% em agosto, com o fim do período de concentração de reajustes de tarifas. Mesmo assim, o grupo contribuiu com 0,19 ponto percentual da variação do IPCA, devido aos aumentos das tarifas de ônibus urbanos em Recife e Salvador, ônibus intermunicipais em cinco das onze capitais abrangidas pela coleta de preços, água e esgoto no Rio de Janeiro e energia elétrica em Belém, Brasília e Goiânia.

O IGP-DI variou 0,38% em setembro, ante 0,9% em agosto, acumulando 7,81% no ano e 9,44% em 12 meses. Relativamente ao mês anterior, houve desaceleração em todos os seus componentes, destacando-se o IPA, que recuou de 1,13% para 0,48%. Esse comportamento esteve associado à taxa negativa registrada pelo o IPA agrícola (-0,21%), - comparativamente à alta de 1,33% em agosto - liderada por reduções de preços de leite *in natura* e ovos, que repercutiram também no varejo, provocando queda de 0,37% no item alimentação do IPC. No entanto, persistiram as pressões altistas da taxa de câmbio sobre soja e seus derivados, além de problemas na oferta por influência da entressafra de alguns alimentos como arroz, feijão e bovinos. Também houve recuo na variação mensal do IPA industrial, 0,75% comparativamente a 1,05% em agosto, sendo que as maiores influências na variação mensal decorreram dos produtos alimentícios industrializados e de produtos da indústria química. O INCC cresceu 0,55%, e pelo terceiro mês consecutivo a variação é explicada apenas pelos preços de materiais e serviços, 1,07% ante 1,22% em agosto, haja vista a estabilidade apresentada pelos custos da mão-de-obra.

Para outubro, espera-se maior elevação em todos os índices, basicamente como consequência do reajuste dos preços dos combustíveis, ocorrido em 5 de outubro. Merecem ainda atenção as pressões do setor agrícola, sobretudo dos preços de produtos cuja oferta encontra-se retraída por causa da entressafra. Observe-se, entretanto, que essas são pressões pontuais, não havendo expectativa de aumento generalizado de preços, haja vista a retração na demanda e a ausência de mecanismos de indexação na economia.

### **Mercado monetário e operações de mercado aberto**

A curva de juros apresentou aumento de volatilidade desde a última reunião do Copom, em razão dos efeitos dos ataques nos EUA e do aumento das incertezas em relação à Argentina. A inclinação da curva, medida pelo *spread* entre a Taxa Selic e a taxa para 90 dias apresentou aumento de 255 pontos-base para 370, entre 19 de setembro e 9 de outubro. Entretanto, após as eleições parlamentares na Argentina, ocorreu uma reversão parcial da inclinação e o *spread* se reduziu para 300 pontos-base em 15 de outubro.

Foram realizadas 21 ofertas extraordinárias de títulos cambiais entre 11 de setembro e 11 de outubro, totalizando um volume financeiro de R\$ 23,4 bilhões. Desde o final de setembro, as colocações extraordinárias passaram a ser feitas por meio de NTN-D. Nos dias 3 e 4 de outubro, o Tesouro Nacional procurou alongar o prazo dos títulos, ofertando vencimentos em 2003 e 2004. No entanto, observou-se menor demanda e elevação dos prêmios pedidos, retornando-se, então, às ofertas de NTN-D com vencimento em 2002.

Foram realizados, ainda, entre 19 de setembro e 16 de outubro, quatro leilões para rolagem de vencimentos de títulos cambiais. Para o giro do vencimento de R\$ 1,2 bilhão, em 25 de setembro, foram efetuados dois leilões. No primeiro, houve a colocação integral de R\$ 0,6 bilhão em NBCE de 5 anos. No segundo, foi vendido R\$ 0,2 bilhão em NTN-D de 3 anos. Apesar do encurtamento do prazo, a demanda foi inferior à oferta. A rolagem do vencimento de R\$ 4,1 bilhões de NBCE em 18 de outubro ocorreu mediante dois leilões de NTN-D. A primeira oferta, de títulos de 5 anos, foi colocada parcialmente, em razão das altas taxas propostas. Já a segunda oferta, reduzindo o prazo para um ano, foi integralmente vendida. A emissão do título de maior prazo representou apenas 7% do valor do resgate.

Em 2 de outubro, o Tesouro Nacional retornou com as ofertas de LTN, que haviam sido interrompidas em razão dos efeitos sobre os mercados dos atentados nos Estados Unidos. Até o dia 16, foram realizadas três ofertas de títulos de 6 meses, totalizando R\$ 3,1 bilhões. As taxas médias apresentaram decréscimo (24,28%, 24,19% e 23,71%, respectivamente). Verificaram-se altas relações demanda/oferta (2,5, 3,4 e 2,0), uma vez que a curva de DI apresentava um prêmio significativo em relação à Taxa Selic.

Em 25 de setembro, ofertou-se LFT de 5 anos, no montante de R\$ 0,6 bilhão, ao deságio médio de 0,33%. Em outubro, apesar de ter havido encurtamento do prazo de vencimento do título, de 5 para 2 anos, a demanda foi inferior à oferta nos dois eventos do mês. No leilão do dia 2, colocou-se R\$ 1,3 bilhão ao deságio médio de 0,16%. Na semana posterior, colocou-se R\$ 0,5 bilhão ao deságio médio de 0,24%.

Considerando as liquidações financeiras entre 19 de setembro e 16 de outubro, houve um impacto monetário contracionista de R\$ 5,1 bilhões. A emissão líquida de títulos cambiais, de R\$ 14,8 bilhões, mais do que compensou os resgates líquidos de LTN e de LFT.

Para um total de 19 dias úteis, o Banco Central atuou em dezesseis oportunidades no mercado aberto, com o objetivo de administrar a taxa de juros de curtíssimo prazo. Em todas as intervenções, houve compra de títulos federais com compromisso de revenda, com as taxas mínimas variando entre 19,05% e 19,10%. O volume médio das intervenções atingiu R\$ 14,2 bilhões. O Banco Central realizou ainda dois *go-around* de compra definitiva de LFT para reduzir a escassez de liquidez do sistema. No primeiro evento, em 2 de outubro, nenhuma proposta foi aceita. Já no segundo evento, em 5 de outubro, houve a compra de R\$ 4,3 bilhões, ao deságio médio de 0,06%.

## Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

1. a taxa de inflação de setembro, medida pelo IPCA, registrou elevação de 0,28%, valor menor que o esperado;
2. a projeção para os preços dos derivados do petróleo foi calculada com base na curva de preços atualmente implícita nos contratos futuros de petróleo do tipo *Brent*. A expectativa para o preço médio do barril do *Dated Brent* foi reduzida substancialmente para US\$20,4 no quarto trimestre de 2001. Para 2002, trabalha-se com a hipótese de que os preços dos derivados no mercado interno venham a sofrer uma redução relevante em contraste com a hipótese de elevação significativa utilizada na última reunião;
3. para o conjunto ampliado de preços administrados, o reajuste esperado em 2001 reduziu-se para 10,0% em outubro, ante 11,0% em setembro;
4. a projeção para o reajuste das tarifas de energia elétrica para 2001 e 2002 foi mantida em aproximadamente 20% por ano;
5. projeta-se uma inclinação para a curva de juros doméstica, medida como a diferença entre as taxas DI a termo de 180 dias e Selic de um dia, com média de 450 pontos-base no quarto trimestre de 2001, que declina linearmente para uma média de 300 pontos-base no último trimestre de 2002;
6. a trajetória para a taxa de juros dos *fed funds*, projetada com base nos vencimentos dos contratos futuros, foi alterada para refletir queda para 2,5% no primeiro trimestre de 2002 e posterior estabilidade;
7. no cenário externo, a hipótese para a média do prêmio de risco foi revista, passando a incorporar uma trajetória declinante dos atuais níveis para um patamar de 700 pontos a partir do segundo trimestre de 2002.

O crescimento do PIB do segundo trimestre de 2001 foi alterado para refletir a revisão efetuada pelo IBGE de 0,79% para 1,82% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, permaneceu estável em setembro com 0,57%. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 6,41%. O núcleo de inflação do IPC-BR, calculado pelo método das médias aparadas simétricas,

declinou em setembro para 0,50%. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 6,05%. O núcleo da inflação calculado por exclusão dos preços administrados - considerando o conjunto ampliado desses itens com peso de 30,6% no IPCA em setembro - e dos alimentos no domicílio registrou aumento de 0,25% em agosto, com variação acumulada em 12 meses de 4,04%.

A mediana das expectativas para a variação do IPCA, considerando a amostra composta pelo agregado das instituições pesquisadas, coletadas por pesquisa diária do Banco Central apresentou os seguintes resultados: para 2001, aumentou de 6,5% para 6,6%, e para 2002, elevou-se de 4,5% para 5,0%.

A variação acumulada pelo IPCA no ano registrou 5,35% em setembro, refletindo uma contribuição dos preços administrados de 2,4% (variação de 8,3%) e dos preços livres de 2,9% (variação de 4,1%). Para o restante do ano, espera-se que os preços administrados contribuam com 0,5% (variação de 1,6%). A evolução desses preços deve contribuir diretamente com 2,9% para a inflação do ano, ante 3,2% previstos em setembro.

Em relação à política fiscal, mantém-se a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário para o setor público consolidado que constam do Programa Econômico do Governo.

Foram mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

Dos exercícios de simulação com diversas especificações do modelo estrutural, concluiu-se que a manutenção da taxa de juros em 19,0% ao ano e da taxa de câmbio no patamar que prevalecia na véspera da reunião do Copom apontam para uma inflação acima do limite superior da meta para 2001. Para 2002, projeta-se uma inflação próxima ao valor central da meta de 3,5% para o ano.

### **Diretrizes de política monetária**

A produção industrial em agosto mostra sinais de acomodação do nível de atividade em patamar inferior ao registrado no início do ano, resultado da desaceleração observada a partir do primeiro trimestre. Esta desaceleração tem gerado uma queda diferenciada na utilização dos fatores de produção. Por um lado, observa-se um nível de utilização menor da capacidade instalada na indústria em várias regiões do país, que apresentou queda pelo quinto mês consecutivo. Por outro lado, os indicadores de emprego apontam para estabilidade no número de novos postos de trabalho em agosto, após um período de crescimento entre março e maio deste ano. Da mesma forma, a taxa de desemprego aberto dessazonalizada apresentou pequena redução em agosto.

A redução mais acentuada do uso da capacidade instalada pode estar refletindo a reação defasada do emprego ao ritmo de atividade e ao efeito da crise de energia. Alternativamente, a estabilidade do emprego pode estar indicando que a desaceleração da economia é percebida como apenas temporária. Essa possibilidade é corroborada pelos indicadores de consumo que mostraram ligeira recuperação

em agosto e setembro, após as fortes quedas observadas no segundo trimestre, o que poderia sinalizar possível reversão de tendência.

No entanto, estes indicadores de consumo ainda são incipientes e não incorporaram plenamente os impactos da crise internacional, principalmente a partir dos eventos de setembro último. O consumidor mantém-se cauteloso, como indica o índice de intenções de consumo em outubro, diante da piora nas condições do crédito, da queda em seus rendimentos reais e da deterioração do cenário externo. A produção industrial vem sendo sustentada pelo atendimento de encomendas, particularmente aquelas ligadas à superação da crise de energia. Além disso, ao se delinear as perspectivas para os próximos meses, há de se considerar a decisão da indústria automobilística em reduzir o ritmo produtivo, bem como os impactos decorrentes dessa decisão sobre os demais segmentos industriais. Portanto, tendo em vista o efeito dos diversos choques na economia, e, em particular, o efeito dos ataques recentes nos EUA, é prematuro concluir sobre a recuperação do nível de atividade.

As incertezas sobre o cenário externo aumentaram recentemente. Nos países industrializados, em resposta aos acontecimentos que se seguiram aos atentados de 11 de setembro nos Estados Unidos, observam-se tendências de retração do consumo, a despeito da redução drástica das taxas de juros promovida pelos principais bancos centrais. Os mercados de ativos financeiros mantêm-se ainda voláteis, após as quedas pronunciadas observadas nas semanas que se seguiram aos eventos de setembro. Os fluxos de capitais responderam negativamente aos acontecimentos e prevê-se, ainda, retração do fluxo de comércio internacional em decorrência do menor nível de atividade da economia mundial. Na Argentina, as dificuldades prosseguem. O risco soberano atingiu níveis superiores a 1800 pontos-base nas semanas que antecederam as eleições de 14 de outubro. No Brasil, a deterioração do cenário externo e a preocupação sobre o fluxo de capitais pressionam a taxa de câmbio. Mais favoravelmente, os preços do petróleo devem responder ao crescimento menor da demanda, mantendo-se em níveis significativamente menores do que aqueles observados este ano.

As expectativas de inflação para o ano de 2002, quando medidas pela mediana das respostas coletadas por pesquisa do Banco Central, aumentaram recentemente e encontram-se num patamar consideravelmente mais elevado que a expectativa do Copom. Na medida em que estas expectativas possam ser interpretadas como indicadores das verdadeiras projeções dos formadores de preços e salários da economia Brasileira, a sua elevação recente poderia indicar pressões futuras sobre os preços. Na realidade, as expectativas dos empresários indicadas em pesquisas de opinião parecem refletir com mais intensidade a dificuldade conjuntural em repassar aos preços os aumentos de custos.

A comparação das expectativas dos analistas da nossa pesquisa com a projeção do Copom suscita três considerações relevantes. Em primeiro lugar, a expectativa para a trajetória da inflação dos analistas na pesquisa tende a considerar uma depreciação adicional da taxa de câmbio em 2002. O Copom tem considerado como referência metodológica para o período da sua projeção o nível da taxa de câmbio vigente à véspera da sua reunião. Há o risco de que depreciações adicionais possam

ocasionar repasses para os preços e aumentar a projeção de inflação para este e o próximo ano. No horizonte relevante, contudo, alguns fatores podem contribuir mais diretamente para a estabilização da taxa de câmbio, como as medidas recentes de redução da liquidez do sistema financeiro e uma demanda menor por *hedge* cambial pelas empresas que buscam proteção para os passivos expostos à variação cambial. Nesse sentido, uma menor volatilidade no mercado de câmbio tende a atenuar o comportamento defensivo. Mais substantivamente, a melhora na balança comercial e a redução na conta-corrente deverão crescentemente sinalizar a tendência a uma maior oferta permanente de divisas no médio prazo e aumentar o grau de confiança no crescimento sustentado da economia brasileira nos próximos anos.

Em segundo lugar, a projeção dos analistas considera um repasse maior da depreciação recente, ou acumulada neste ano, aos preços no próximo ano. O Copom considera que o risco de repasse da depreciação para os preços depende do grau de aquecimento da demanda (ver evidências empíricas no Relatório de Inflação de setembro de 2001). Neste sentido, o Copom avalia que o arrefecimento da demanda pela menor expansão do crédito e pela queda na confiança dos consumidores tem superado o efeito da crise de energia sobre a oferta agregada, gerando um hiato de produção que tem o efeito de conter as pressões inflacionárias. Além disso, o Copom tem como referência metodológica a taxa Selic constante no período da sua projeção enquanto a mediana da projeção dos analistas espera uma redução gradual desta taxa.

Em terceiro lugar, alguns analistas acreditam que a inflação mais elevada em 2001 deverá pressionar a inflação no ano que vem. É importante, contudo, observar que a elevação da inflação este ano deve-se, sobretudo, a uma combinação de choques adversos que não necessariamente propagam-se para o ano seguinte. Há evidências sólidas da queda da inércia da inflação na economia brasileira nos últimos anos. A queda da inflação prevista para o quarto trimestre deste ano, a partir de um patamar mais elevado no terceiro trimestre reforça essa hipótese.

O Copom mantém-se atento aos riscos maiores de repasses adicionais aos preços e/ou maior inércia na inflação brasileira do que o esperado. No entanto, o Copom considera que na presença das incertezas externas, a estabilidade da demanda a um nível abaixo do esperado no início do ano associada a perspectivas ainda não claras quanto a recuperação da economia limitam as possibilidades de repasse da depreciação da taxa de câmbio para inflação e indicam que a política monetária se encontra adequada para assegurar o cumprimento da meta para a inflação no ano que vem.

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

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 20 de novembro, 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.

## Notas da 65ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

**Data:** 20 e 21/11/2001

**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:** 16:00 h dia 20 e 16:26 h dia 21

**Horário de término:** 19:51 h dia 20 e 19:10 h dia 21

### 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 20)

Altamir Lopes - Departamento Econômico (DEPEC)

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

Gustavo Bussinger - Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP)

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

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

### Demais participantes (todos presentes no dia 20)

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva - Consultor da Diretoria

João Borges - Assessor de Imprensa (ASIMP)

Fábia Aparecida de Carvalho - Coordenadora do Grupo de Comunicação Institucional

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

## Atividade econômica

As estatísticas mais recentes indicam que a atividade econômica estabilizou-se na passagem do terceiro para o quarto trimestre do ano, interrompendo a trajetória de queda vigente desde abril. A acomodação da economia revela que o ajuste da demanda aos diversos choques que a afetaram neste ano pode estar concluído, conforme sinalizado pelo comportamento do varejo e das intenções de consumo.

As expectativas dos consumidores para o curto prazo melhoraram. O Índice de Intenções do Consumidor (IIC), divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP) elevou-se 0,2% em novembro, ante o mês anterior. O componente que mede as intenções atuais de consumir aumentou 7%, mostrando que os consumidores superaram o impacto emocional negativo gerado pelos recentes acontecimentos no cenário internacional. Entretanto, a pesquisa revelou também que o consumidor permanece cauteloso quanto à situação econômica futura, temendo o aumento do desemprego e da inflação, motivos que se destacaram na justificativa para a queda de 3,4% nas intenções futuras de consumo.

Em relação às vendas no varejo, observou-se, em outubro, elevação pelo terceiro mês consecutivo. O crescimento de 1,2% no faturamento real do comércio na Região Metropolitana de São Paulo, segundo dados da FCESP, dessazonalizados pelo Departamento Econômico do Banco Central (Depec) resultou da recuperação nas vendas das concessionárias de veículos em decorrência, basicamente, da concessão de condições especiais de financiamento. Nos demais segmentos observou-se queda ante setembro, confirmando patamar do movimento varejista inferior ao observado no ano passado.

Na indústria, as vendas reais apresentaram expansão de 3,79% em setembro (dados dessazonalizados), acumulando no ano crescimento de 14,5%, conforme a Confederação Nacional da Indústria (CNI). A produção industrial recuou 0,3% em setembro, dados dessazonalizados, mantendo expansão de 3,1% no ano. Essa queda refletiu o comportamento negativo de doze dos vinte ramos industriais e de três das quatro categorias de uso. A produção de bens de consumo semiduráveis e não-duráveis foi a exceção, com aumento de 0,2%, graças ao desempenho da indústria de produtos alimentares, particularmente de produtos voltados para exportações.

O nível de utilização da capacidade instalada na indústria atingiu 79,15% em setembro, segundo dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Depec. No mês, observou-se queda de 0,57%, a sétima consecutiva, mas no acumulado do ano ainda se verifica expansão de 0,29%, ante o mesmo período de 2000.

A taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas, atingiu 6,15% em setembro ante 6,18% em agosto, levando a taxa média dos primeiros nove meses do ano a alcançar 6,24%, ante 7,54% em igual período de 2000. Ressalte-se a expansão de 0,2% no emprego formal (dados dessazonalizados), que acumula crescimento de 3% no ano, percentual que representa a geração de 772,7 mil postos de trabalho, até setembro.

Os indicadores gerais de investimentos no país continuam apresentando desempenho favorável neste ano, apesar das quedas registradas pela produção e pelas importações de bens de capital, em setembro, 4,9% e 11,3%, respectivamente. Em resposta à crise energética, a produção interna de bens de capital para esse setor cresceu 46,4% no ano, ante expansão de 15,2% da produção de bens de capital. Destaque-se, também, a elevação de 18,2% na produção de máquinas agrícolas devida, em parte, às exportações. A produção de insumos para a construção civil também recuou em setembro, 2,3%, considerando série isenta de influências sazonais, levando o resultado do ano até o mês a apresentar declínio de 0,4%. Com base no comportamento dos indicadores de investimento, a formação bruta de capital representou 21,5% do PIB, em setembro, conforme estimativa do Depec.

A exportação de farelo e grãos de soja registou crescimento de 25,7% no período de janeiro a outubro de 2001, comparativamente ao mesmo período de 2000. Destaque-se que esse crescimento ocorreu devido ao aumento das quantidades embarcadas, uma vez que os preços médios praticados registraram queda na mesma base de comparação. Além do complexo soja, cabe ressaltar a expansão das exportações de carnes, estimuladas pela conquista de novos mercados graças à qualificação do produto brasileiro que ocupou espaço gerado pelas doenças nos rebanhos europeus. Os crescimentos de 23,7% nas vendas de produtos básicos e de 2,4% nas de manufaturados garantiram expansão de 7,3% nas exportações totais, em termos de média diária, no período considerado.

Considerando-se a balança comercial até a terceira semana de novembro, transcorridos dez dias úteis no mês, computou-se saldo de US\$213 milhões, elevando o acumulado no ano para US\$1,7 bilhão. Essa melhora no resultado da balança comercial está refletindo a redução nas importações, consequência da depreciação do real e da desaceleração da atividade econômica interna, uma vez que a expansão das exportações de produtos manufaturados está ocorrendo em ritmo mais lento, dada a retração do mercado externo.

O saldo das operações de crédito do sistema financeiro cresceu 0,8% em outubro, alcançando R\$335,4 bilhões. Desse total, R\$199,1 bilhões referem-se a créditos contratados com recursos livres, que apresentaram incremento de 0,6%. Esse crescimento foi determinado pela redução de 0,2% nos estoques de recursos contratados pelas pessoas jurídicas, com destaque para o recuo acentuado dos estoques de Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC), enquanto os créditos direcionados a pessoas físicas cresceram 2,2%.

Quanto às novas concessões, foi observado, em outubro, crescimento de 14,4% nas operações com empresas. Esse resultado está associado ao maior número de dias úteis no mês, em relação a setembro, e também à sazonalidade do período, destacando-se as operações de capital de giro e conta garantida. No que se refere à demanda por parte das famílias, incremento de 14,1%, continuaram a sobressair as concessões por meio de cartões de crédito.

A arrecadação de impostos e de contribuições administrados pela Secretaria da Receita Federal

atingiu R\$17,1 bilhões em outubro, com incrementos de 17,3% no mês e de 14,7% no acumulado do ano, respectivamente, em relação ao volume arrecadado nos mesmos períodos de 2000. O crescimento no mês deveu-se, basicamente, ao crescimento da arrecadação do Imposto sobre a Renda Retido na Fonte (IRRF), em especial sobre os ganhos de capital, da Contribuição sobre Movimentação Financeira (CPMF), do Imposto sobre a Renda (IR) e da Contribuição sobre o Lucro Líquido (CSLL) das instituições financeiras, influenciada pelo maior lucro dessas entidades. Deve-se destacar que os impostos mais ligados ao nível de atividade registraram taxas de crescimento abaixo da média total da arrecadação dos impostos e contribuições, refletindo a desaceleração da atividade econômica.

Em resumo, há indícios de que a atividade econômica já absorveu os choques representados pela deterioração do cenário externo e pela crise de energia, o que aponta para uma retomada gradual do crescimento. Essa perspectiva se sustenta também no comportamento favorável do emprego formal, ao fortalecer as expectativas positivas quanto às encomendas visando as vendas de final de ano, as quais foram postergadas pelas incertezas que dominaram as expectativas dos empresários e consumidores.

### **Ambiente externo**

Os indicadores econômicos dos países industrializados apontam para transformação da desaceleração, observada a partir do começo do ano, em contração da atividade, iniciada ao final do terceiro trimestre. Nos Estados Unidos, o PIB reduziu-se 0,4% nesse trimestre, em relação ao anterior, dados dessazonalizados e anualizados. Na Área do Euro, os indicadores regionais e nacionais disponíveis indicam redução significativa na taxa de crescimento no terceiro trimestre. A economia japonesa já registrara decréscimo do PIB no segundo trimestre, levando o Banco do Japão a reduzir as projeções para o corrente ano fiscal.

Nos Estados Unidos, o PIB do terceiro trimestre apresentou a primeira variação negativa desde 1993, 0,4%, refletindo os impactos da contração econômica agravada pelos ataques terroristas de 11 de setembro. O resultado foi afetado pelo comportamento do investimento privado, -10,7%, em contração acima de 10% há três trimestres. O consumo, que vinha sustentando o produto, variou 1,2%, de 2,5% no trimestre anterior. A diminuição de 1,1% na produção industrial em outubro, décima-terceira contração consecutiva, reduziu a variação do acumulado em 12 meses para -1,4%, de -0,5% no mês anterior. A taxa de desemprego elevou-se meio ponto percentual, para 5,4% em outubro, mês em que houve diminuição de 415 mil postos de trabalho no setor não-agrícola.

Os indicadores de demanda permaneceram em declínio. As despesas pessoais de consumo reduziram-se 1,3% em setembro, com variação acumulada em 12 meses de 3,4%, mantendo trajetória descendente. As encomendas às fábricas e a produção de bens de capital foram negativas em 5,8% e em 2,3%, respectivamente, em setembro, registrando variações no acumulado em 12 meses de -

5,7% e de 1,8%, na ordem. As vendas no varejo, após queda de 2,2% em setembro, elevaram-se 7,7% no mês seguinte, resultado influenciado pelo crescimento de 25,9% nas vendas de automóveis. O núcleo do índice, que exclui veículos e partes e componentes, avançou 1%, em linha com a expectativa do mercado. O crédito ao consumidor elevou-se 0,2% em setembro, levando o acumulado em 12 meses a passar de 7,4% para 6,8%, entre agosto e setembro. Por fim, apesar de o início de construções habitacionais ter apresentado contração de 1,3% em outubro, o resultado acumulado em 12 meses tornou-se positivo pela primeira vez desde fevereiro de 2000, alcançando 0,4%. Refletindo o arrefecimento da atividade econômica e a nova orientação governamental, além dos primeiros impactos das medidas fiscais pós 11 de setembro, o resultado fiscal do governo federal passou a ser inferior ao do ano precedente a partir de junho, invertendo a tendência de superávites crescentes que se mantinha desde o ano fiscal de 1998. O ano fiscal de 2001 foi superavitário em US\$ 127,2 bilhões, 46,3% abaixo do resultado recorde de US\$ 236,7 bilhões em 2000.

Os ataques terroristas atingiram as expectativas dos agentes econômicos, captadas pelas pesquisas entre empresários (NAPM) e consumidores (*Conference Board*). O indicador de expectativas do setor manufatureiro, medido pela NAPM, reduziu-se de 47 para 39,8 entre setembro e outubro, voltando a representar contração econômica. No setor de serviços, a diminuição no mesmo período foi 50,2 para 40,6. A confiança dos consumidores também foi afetada, com o índice reduzindo-se 28,5 pontos entre agosto e outubro, para 85,5.

Com a diminuição da atividade e a redução dos preços da energia, especialmente do petróleo, os índices de inflação mostraram-se em queda, ampliando o espaço para relaxamento ainda maior da política monetária. Os preços ao consumidor (IPC) reduziram-se 0,3% em outubro, com variação anual de 2,6% em setembro e de 2,1% em outubro. O núcleo do IPC, em outubro, apresentou variação mensal de 0,2% e anual de 2,6%. Os preços ao produtor (IPP) mostraram diminuição mais acentuada, -1,6% no mês de outubro, com variação anual negativa de 0,4%.

As diversas estatísticas dos Estados Unidos indicam cenário sem dinamismo, com a provável repetição do resultado negativo do PIB nos dois trimestres seguintes, iniciando-se a recuperação a partir do segundo trimestre de 2002, com o pleno efeito das medidas de política monetária e fiscal.

Na Área do Euro, a desaceleração econômica mundial afetou negativamente a atividade. Não obstante, as vendas no varejo e a balança comercial elevaram-se em agosto. Na primeira, a variação anual elevou-se de 1,5% para 1,8%, enquanto o superávit comercial acumulado nos últimos doze meses até agosto atingiu US\$ 18,7 bilhões, US\$ 5,6 bilhões acima do resultado do mês anterior. A produção industrial registrou, em setembro, a terceira variação anual negativa do ano, 0,6%, enquanto a taxa de desemprego permaneceu estável em 8,3% em setembro. O Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) reduziu a variação anual, que alcançara 3,4% em maio, para 2,4%, em outubro. A variação da média móvel trimestral do M3, primeiro pilar da política monetária da região, entretanto, acelerou-se a partir de março e atingiu 6,9% em agosto, superior à referência de 4,5%. Nos principais

países da Área do Euro, as expectativas dos negócios permanecem desfavoráveis, destacando-se a diminuição de 12 pontos percentuais no indicador da Itália, entre agosto e setembro.

No Japão, a contração dos principais indicadores de demanda interna - encomendas às fábricas, início de construções habitacionais e dispêndio -, o desaquecimento da demanda externa, a deflação e a não reação da oferta à política monetária de juros zero, compõem cenário de permanência da recessão. O Banco do Japão reviu suas expectativas de crescimento do PIB para o ano fiscal, do intervalo entre 0,3% e 0,8%, para contração entre 0,6% e 1,6%.

Na Argentina, a permanência do cenário recessivo dificulta o alcance da meta de “déficit zero” entre outubro e dezembro, principalmente pela redução da arrecadação. O governo iniciou o programa de *swap* das dívidas com credores locais, com o objetivo de reduzir os juros pagos, o que foi interpretado pelas agências de *rating* como “default seletivo”, provocando nova redução nas notas atribuídas ao país. As dificuldades do país refletiram-se nos indicadores de risco soberano, com o *spread* dos títulos argentinos em relação ao dos Estados Unidos superando 3000 pontos.

## Preços

Em outubro, as taxas de inflação medidas tanto pelos índices gerais como pelos índices de preços ao consumidor voltaram a subir, refletindo principalmente o reajuste nos preços dos combustíveis e as elevações dos preços dos cigarros, do arroz - pela quebra da produção -, e das carnes - pela entressafra e pelo efeito câmbio, relacionado ao aumento das exportações.

O IPCA subiu 0,83% em outubro, ante 0,28% em setembro, acumulando 6,22% no ano e 7,19% em 12 meses. Os preços dos alimentos aumentaram 1,15% devido, principalmente, às altas de 10,7% e de 5,23% registradas nos preços do arroz e da carne, responsáveis por 0,23 ponto percentual na variação do índice no mês. Os preços dos produtos não-alimentícios elevaram-se 0,74%, sendo que a gasolina, com alta de 3,58%, foi responsável pela maior contribuição individual no IPCA do mês, de 0,16 ponto percentual. O preço dos cigarros subiu 6,38%, refletindo reajuste médio de 14%, em vigor a partir de 12 de outubro.

O IGP-DI variou 1,45% em outubro, comparativamente a 0,38% em setembro, acumulando 9,36% no ano e 10,62% em 12 meses. Relativamente ao mês anterior, houve aceleração em todos os índices que o compõem, destacando-se o IPA, que passou de 0,48% para 1,88%, respondendo por 1,13 ponto percentual do resultado do IGP. A alta nos preços no atacado em outubro refletiu tanto o comportamento dos preços agrícolas, de 0,48% para 1,74%, quanto dos industriais, de 0,75% para 1,94%. A menor oferta de importantes produtos agrícolas - causada pela entressafra e pela quebra de safra -, a influência da depreciação cambial e os reajustes de combustíveis foram as principais razões para a alta nos preços no atacado, destacando-se a carne bovina, o arroz, a laranja e os combustíveis. No varejo, as principais influências foram dos grupos alimentação, com 0,27pp, transportes, com 0,16pp, habitação com 0,13pp e despesas pessoais com 0,1pp.

Para novembro, espera-se menor elevação em todos os índices, mas os resultados ainda serão influenciados pelas pressões exercidas pelos reajustes ocorridos em outubro, particularmente em combustíveis e cigarros. Os preços das carnes e derivados continuarão em alta pela redução da oferta, dada a entressafra e o aumento das exportações. Os reajustes de energia elétrica na área de distribuição da Light, de tarifas de ônibus urbanos no Rio de Janeiro e dos preços dos remédios também serão captados pelos resultados de novembro.

### **Mercado monetário e operações de mercado aberto**

Desde a última reunião do Copom, a curva de juros apresentou contínua redução de sua inclinação. A queda dos juros ganhou impulso com a melhora nas perspectivas da economia doméstica. As previsões mais otimistas acerca do Balanço de Pagamentos, a valorização do câmbio e o superávit fiscal expressivo formaram a base para uma percepção mais favorável em relação aos fundamentos da economia interna, levando ao descolamento entre os riscos soberanos do Brasil e da Argentina. Como resultado, o spread entre a taxa de juros para 3 meses e a Taxa Selic estreitou-se de 210 p.b., em 17 de outubro, para 13 p.b., em 19 de novembro. Da mesma forma, o spread relativo à taxa de 1 ano caiu de 560 p.b. para 150 p.b.

Foi realizado um único leilão extraordinário de NTN-D em 25 de outubro, em que foi ofertado R\$ 1,6 bilhão de NTN-D, após a venda maciça de títulos cambiais entre 13 de setembro e 10 de outubro (R\$ 23,4 bilhões). A menor demanda por hedge cambial resultou da melhoria do cenário interno. Realizaram-se, ainda, leilões para rolagem de três vencimentos de títulos cambiais em novembro. A estratégia seguida foi a de alongamento do prazo de emissão. Foi colocado um montante de R\$ 5,5 bilhões, sendo 83% com títulos de prazo entre 3 e 7 anos.

O Tesouro Nacional deu continuidade à realização de ofertas semanais de LTN de 6 meses, retomadas no início de outubro. Desde o dia 23 do mês anterior, foram realizadas cinco ofertas, perfazendo um financeiro total de R\$ 7,3 bilhões. As melhores perspectivas da economia doméstica acentuaram o interesse por títulos prefixados a partir de novembro. As taxas médias apresentaram tendência declinante, passando de 23,04% em 23 de outubro para 20,02% em 20 de novembro. As relações demanda/oferta nos leilões oscilaram entre 1,6 e 2,7.

Considerando as liquidações financeiras entre 17 de outubro e 20 de novembro, houve expansão monetária de R\$ 5,2 bilhões. Esse impacto resultou principalmente de resgates líquidos de LTN (R\$3,2 bi), de LFT (R\$ 1,2 bi) e de títulos cambiais (R\$ 1,1 bi).

Para um período de 21 dias úteis, o Banco Central atuou em nove oportunidades no mercado aberto para administrar a taxa de juros de curtíssimo prazo. Todas as operações foram doadoras de recursos à taxa de corte de 19,05%. O volume médio das intervenções foi de R\$ 18,3 bilhões, com prazo médio de 2,3 dias.

## Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

1. a taxa de inflação de outubro, medida pelo IPCA, registrou elevação de 0,83%, valor acima do esperado;

2. a projeção para os preços dos derivados do petróleo foi calculada com base na curva de preços atualmente implícita nos contratos futuros de petróleo do tipo *Brent*. A expectativa para a trajetória do preço médio do barril do *Dated Brent* foi reduzida substancialmente para US\$19 no quarto trimestre de 2001 atingindo US\$20 no fim de 2002. Esta trajetória projeta uma redução nos preços dos derivados do petróleo para o consumidor em 2002 de 4,9%;

3. para o conjunto ampliado de preços administrados, o reajuste esperado em 2001 elevou-se para 10,8% em novembro, ante 10,0% em outubro. Para 2002, o reajuste esperado é de 5,8%;

4. a projeção para o reajuste das tarifas de energia elétrica para 2001 foi mantida em aproximadamente 20%. Para 2002, estima-se um reajuste maior, que pode alcançar 30%;

5. projeta-se uma inclinação significativamente menor para a curva de juros doméstica, medida como a diferença entre as taxas DI a termo de 180 dias e Selic de um dia, com média de 297 pontos-base no quarto trimestre de 2001, declinando para 250 p.b. no primeiro trimestre de 2002 e permanecendo estável no restante do ano;

6. a trajetória para a taxa de juros dos *fed funds*, projetada com base nos vencimentos dos contratos futuros, foi alterada para refletir uma taxa média de 2,2% no quarto trimestre de 2001, que se reduz para 1,9% no primeiro trimestre de 2002 e, a partir daí, apresenta elevação moderada;

7. no cenário externo, a hipótese para a média do prêmio de risco utilizando o Bônus Global 04 incorpora uma trajetória declinante dos atuais níveis para um patamar de 700 p.b. a partir do segundo trimestre de 2002 e posterior estabilidade.

O núcleo de inflação do IPCA, calculado pelo método de médias aparadas simétricas, permaneceu estável em outubro com 0,57%. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 6,57%. O núcleo de inflação do IPC-BR, calculado pelo método de médias aparadas simétricas, elevou-se em outubro para 0,56%. No acumulado de 12 meses, esse núcleo registra variação de 6,42%. O núcleo de inflação calculado por exclusão dos preços administrados - considerando o conjunto ampliado desses itens com peso de 30,6% no IPCA em outubro - e dos alimentos no domicílio registrou aumento de 0,48% em outubro, com variação acumulada em 12 meses de 4,28%.

A variação acumulada pelo IPCA no ano registrou 6,22% em outubro, refletindo uma contribuição dos preços administrados de 2,8% (variação de 9,5%) e dos preços livres de 3,4% (variação de 4,8%). Para o restante do ano, espera-se que os preços administrados contribuam com 0,4% (variação de 1,3%). A evolução desses preços deve contribuir diretamente com 3,2% para a inflação do ano, ante 2,9% previstos em outubro. Em 2002, espera-se que esses preços aumentem 5,8% (contribuição direta de 1,8%, que exclui os efeitos de segunda ordem sobre a inflação), influenciados pelos aumentos de até 30% na eletricidade para o consumidor residencial.

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

Dos exercícios de simulação com diversas especificações do modelo estrutural, concluiu-se que a manutenção da taxa de juros em 19,0% ao ano e da taxa de câmbio no patamar que prevalecia na véspera da reunião do Copom apontam para uma inflação acima do limite superior da meta para 2001. Para 2002, projeta-se uma inflação em torno de 4%.

### **Diretrizes de política monetária**

Expectativas positivas quanto ao desempenho da economia brasileira neste e no próximo ano contribuíram para a valorização do real e redução do risco Brasil. O real apreciou-se significativamente desde a última reunião do Copom, passando para R\$ 2,50-2,55 por dólar às vésperas da reunião de novembro. O prêmio de risco Brasil medido pelo diferencial de rendimento do Global 04 com título de duração equivalente do tesouro dos Estados Unidos também melhorou, como pode ser atestado pela queda superior a 250 p.b. neste período. Houve, assim, uma reversão da tendência de alta que se observava até meados de outubro, que se torna ainda mais importante quando se compara com o aumento no risco de países emergentes, em especial o da Argentina. Em particular, a expectativa de uma redução no déficit em Conta Corrente e uma melhora no financiamento externo do país, amparadas pelos ajustes das políticas monetária e cambial, contribuíram para uma valorização do real e para a redução do risco Brasil.

Esta melhora foi acompanhada também de uma redução significativa dos preços internacionais do petróleo, de US\$ 22 para US\$ 19 por barril do tipo *brent* desde a última reunião. Além do benefício direto da queda do preço internacional do petróleo sobre a inflação, há ainda um benefício indireto causado pela menor pressão sobre o mercado cambial, dado o peso desse item nas nossas importações.

A expectativa quanto ao crescimento da economia também melhorou. Há sinais de uma reversão suave da tendência de arrefecimento, que se seguiu aos choques sofridos pela economia, como a desaceleração da economia mundial, a crise na Argentina, os ataques de 11 de setembro nos Estados Unidos e o racionamento de energia, assim como do efeito da política monetária doméstica mais

restritiva a partir de março deste ano. A reversão, ainda incipiente, pode ser observada pelos aumentos do movimento do comércio varejista em São Paulo, no número de consultas ao SPC e no índice de intenções do consumidor e pela estabilidade na atividade da indústria.

Acompanhando uma menor pressão cambial e uma queda no risco Brasil, houve uma redução da inclinação da estrutura a termo da taxa de juros. A inclinação para o prazo de seis meses caiu de uma média de 524 p.b. no terceiro trimestre para cerca de 130 p.b. às vésperas da reunião do Copom.

No entanto, o desempenho favorável da economia não foi acompanhado de uma melhora nas perspectivas de inflação. A mediana das expectativas para a variação do IPCA, considerando a amostra composta pelo agregado das instituições pesquisadas, coletadas por pesquisa diária do Banco Central apresentou um aumento de 6,6% para 7,1% para 2001, e de 5,0% para 5,1% para 2002.

Há vários fatores que podem ter contribuído para a piora nas expectativas para a inflação. Em primeiro lugar, o IPCA de outubro registrou aumento acima do esperado, refletindo um repasse maior aos preços da depreciação cambial ocorrida ao longo do ano. O aumento da inflação neste ano tende a alimentar a inflação esperada para o próximo ano, através do componente inercial. De fato, os indicadores de núcleo de inflação, calculado pelo método de médias aparadas simétricas, continuam em patamar elevado.

Em segundo lugar, a menor inclinação da estrutura a termo da taxa de juros contribui também para a recuperação da demanda, podendo acarretar uma maior pressão sobre os preços no próximo ano. Esse efeito pode atenuar os impactos baixistas da recente apreciação do real sobre a inflação de 2002.

Finalmente, as perspectivas quanto ao reajuste de preços administrados por contrato no ano que vem continuam elevadas. Em particular, o aumento do preço da eletricidade pode chegar a 30%. Além disso, cogita-se a redução do subsídio ao preço do gás de bujão, o que implica aumento de preços. Esses aumentos significam um importante choque de oferta para a economia em 2002. De modo geral, o comportamento dos preços administrados deve contribuir diretamente com 3,2% para a inflação neste ano e no mínimo com 1,8% no ano que vem (mesmo excluindo os efeitos de segunda ordem desses aumentos sobre a inflação).

Em síntese, a melhora de vários indicadores da economia brasileira não foi acompanhada pela melhora na perspectiva de inflação, apesar dos impactos favoráveis da apreciação do câmbio e da queda do preço internacional do petróleo. Os aumentos dos preços administrados esperados para o ano que vem representam choques de oferta que vêm se somar ao impacto secundário sobre os preços dos choques ocorridos este ano. Isso impõe limites estreitos à inflação dos preços livres no próximo ano. Nesse contexto, a ainda incipiente recuperação da demanda, que poderá ser estimulada pela menor inclinação da curva de juros e por uma melhora nas expectativas em geral, deve ser monitorada de forma a evitar o repasse dos choques de 2001 para a inflação de 2002.

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

Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a reunir-se em 18 de dezembro 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.

## Glossário

**a.a.** ao ano

**a.m.** ao mês

**ac.12m.** acumulado em 12 meses.

**ac.a.** acumulado no ano

**ACC** Adiantamento de Contrato de Câmbio

**BM&F** Bolsa de Mercadorias & Futuros

**CDI** Certificado de Depósito Interfinanceiro

**CETIP** Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos

**CNI** Confederação Nacional da Indústria

**CPMF** Contribuição sobre Movimentação Financeira

**CSLL** Contribuição sobre o Lucro Líquido

**DI** Depósito Interfinanceiro

**FCESP** Federação do Comércio do Estado de São Paulo

**FED** *Federal Reserve System*

**FOMC** *Federal Open Market Committee*

**FRA** *Forward Rate Agreement*

**IBGE** Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

**IF** Instituição Financeira

**IGP-DI** Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna

**IIC** Índice de Intenções do Consumidor

**IPA** Índice de Preços por Atacado

**IPC** Índice de Preços ao Consumidor

**IPCA** Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

**IPCH** Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado

**IPP** Índice de Preços ao Produtor

**IR** Imposto sobre a Renda

**IRF-M** Índice de Renda Fixa de Mercado

**IRRF** Imposto sobre a Renda Retido na Fonte

**NAPM** National Association of Purchasing Managers

**NTN-D** Notas do Tesouro Nacional - série D

**p.b.** pontos-base

**p.p.** ponto percentual

**PEA** População Economicamente Ativa

**PIB** Produto Interno Bruto

**STN** Secretaria do Tesouro Nacional

# Medidas de política econômica

## Medidas relacionadas ao sistema financeiro e ao mercado de crédito

**Resolução 2.889, de 26.9.2001** - alterou de 9,5% a.a. para 10% a.a. a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) a vigorar no último trimestre de 2001, tendo em vista a meta de inflação *pro-rata* para os próximos 12 meses, equivalente a 3,625% a.a., acrescida de prêmio de risco de 6,375% a.a.

**Resolução 2.891, de 26.9.2001** – alterou o critério para a apuração do Patrimônio Líquido Exigido (PLE) para a cobertura do risco decorrente da exposição de operações praticadas no mercado financeiro. Visando conferir maior agilidade na promoção de novos e eventuais ajustes nos parâmetros utilizados no cálculo do PLE, o Banco Central foi autorizado a alterar os parâmetros quando julgar necessários, bem como divulgar a metodologia de cálculo para determinação do valor de cada uma das parcelas representativas do valor do PLE para cobertura do risco de mercado de taxa de juro em determinada moeda/base de remuneração. Também foi autorizado a atribuir fatores de risco aos títulos contábeis constantes do Cosif e alterar o limite de exposição em ouro e em ativos e passivos referenciados em variação cambial, de que trata o art.1º da Resolução 2.606, de 27.5.1999.

**Circular 3.063, de 26.9.2001** - elevou, de 60% para 80%, o percentual mínimo de recolhimento compulsório sobre os recursos à vista que deve ser mantido em espécie pelos bancos criadores de moeda. Esses recursos serão registrados na conta Caixa, quando mantidos em moeda manual, ou na conta Reservas Bancárias, quando forem em moeda escritural.

**Resolução 2.892, de 27.9.2001** – com a finalidade de aprimorar a estrutura regulamentar entre as instituições financeiras e o público em geral, alterou os procedimentos relativos à contratação de operações e à prestação de serviços aos clientes, destacando-se as seguintes medidas:

- a) assegura o efetivo recebimento de cópias de contratos pelo cliente, dispondo que as instituições financeiras devem fornecê-las na dependência em que é celebrada a operação ou em meio eletrônico;
- b) as instituições financeiras devem colocar à disposição dos clientes, nas suas dependências e nas dependências onde os seus produtos forem negociados, informações que assegurem o total conhecimento das situações que possam implicar recusa na recepção de documentos ou na realização de pagamentos e as informações estabelecidas na Resolução 2.303, de 25.6.1996;
- c) restringiu o alcance da previsão do pagamento antecipado com redução proporcional de juros às operações de crédito pessoal e de crédito direto ao consumidor;
- d) os estornos necessários à correção de lançamentos indevidos decorrentes de erros operacionais por parte das instituições financeiras deverão ser comunicados no prazo de dois dias e não de imediato, para evitar os problemas de interpretação que poderiam ser causados;
- e) as instituições financeiras devem exigir dos seus clientes e usuários a confirmação clara e objetiva quanto à aceitação do produto ou serviço oferecido ou colocado à sua disposição, não podendo ser considerado o silêncio dos mesmos como sinal de concordância;
- f) instituiu o Manual de Cliente e Usuário de Serviços Financeiros e de Consórcio, consolidando as normas do Banco Central relativas à contratação de operações e prestações de serviços aos clientes e ao público em geral.

**Circular 3.065, de 10.10.2001** – flexibilizou o horário de atendimento das dependências bancárias localizadas nos estados que não instituíram o horário de verão, permitindo a antecipação em uma hora do início e do encerramento de suas atividades. Foi autorizada, também, a postergação, em uma hora, do horário de início e/ou de encerramento de funcionamento das agências bancárias, nas praças onde o atendimento ao público for inferior a seis horas, desde que respeitado o período mínimo de cinco horas diárias ininterruptas de atendimento ao público.

**Resolução 2.893, de 17.10.2001** - estabeleceu as condições gerais de alienação das ações de propriedade da União, de emissão do Banco do Estado de Goiás S.A (BEG), da qual se destacam:

- a) aprovação do valor econômico mínimo para a totalidade das ações de emissão do BEG, e conseqüentemente, o das ações de propriedade da União;
- b) definiu o valor mínimo das ações da União a serem alienadas por leilão, que correspondem a, aproximadamente, 84,46% do Capital Social detido pela União;
- c) obrigou o futuro controlador do BEG a realizar oferta pública para compra de ações dos acionistas minoritários por no mínimo 80% do preço obtido no leilão (operação conhecida por *tag along*);
- d) determinou que caso o BEG venha a ser desonerado, por qualquer modo, total ou parcialmente, dos passivos potenciais existentes na Previdência do BEG (Prebeg), o futuro controlador ficará obrigado a pagar à União, a título de compensação, parcela adicional ao preço das ações adquiridas no leilão;
- e) aprovou a oferta de ações aos empregados e aposentados do BEG, na forma definida no Edital de Venda, que correspondem a 10% do Capital Social detido pela União, com deságio de 50% sobre o valor econômico disposto na alínea “a”. Cada empregado ou aposentado terá direito a adquirir, independentemente do cargo que ocupa e do tempo de serviço, o mesmo número de ações em igualdade de condições.

**Circular 3.066, de 18.10.2001** – com objetivo de incrementar as condições de liquidez dos créditos securitizados pelo Tesouro Nacional e dos Certificados de Cédulas de Crédito Bancário (CCCB), e de adequar a demanda por créditos securitizados à estratégia de alongamento do perfil de prazo da dívida pública, facultou a realização de operações compromissadas desses títulos.

**Resolução 2.901, de 31.10.2001** – com vistas a se dispor de regras comuns e que garantam tratamento igualitário às instituições financeiras, foram redefinidos e uniformizados os critérios para aplicação de penalidades, em decorrência do não fornecimento, fornecimento com atraso ou retificações de informações devidas pelas instituições financeiras ao Banco Central, bem como a inobservância de prazos e

procedimentos relativos a operações de câmbio e a transferências internacionais em reais. Foi estabelecido, também, o direito de contraditório, dando oportunidade de defesa para pedidos de reconsideração e de revisão à aplicação de pena pecuniária.

**Circular 3.067, de 1.11.2001** – com o objetivo de garantir o direito de contraditório, estabeleceu procedimentos para a análise de defesa e de pedidos de reconsideração e de revisão referentes à aplicação de penalidades.

**Circular 3.068, de 8.11.2001** – estabeleceu novos critérios para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários adquiridos por instituições financeiras, exceto cooperativas de crédito, agências de fomento e sociedades de crédito ao microempendedor. Dessa forma, com vistas a permitir adequada mensuração do portfólio dessas instituições, compatível com os padrões internacionais, esses títulos devem ser registrados pelo valor efetivamente pago, inclusive corretagens e emolumentos, observando-se os seguintes critérios de classificação e de avaliação periódica:

- a) títulos para negociação: quando forem adquiridos com o propósito de serem ativos e freqüentemente negociados. Devem ser ajustados ao valor de mercado, no mínimo, por ocasião dos balancetes e balanços, computando-se a valorização ou desvalorização como contrapartida;
- b) títulos mantidos até o vencimento: com exceção das ações resgatáveis, quando haja intenção e capacidade financeira da instituição de mantê-los, assim caracterizada quando houver disponibilidade de recursos de terceiros, exceto dívidas subordinadas e instrumentos híbridos de capital e dívida elegíveis a capital, referenciados na mesma moeda e com prazo igual ou superior ao dos correspondentes títulos. Serão avaliados pelo custo de aquisição, acrescido dos rendimentos auferidos, os quais devem impactar o resultado do período;
- c) títulos disponíveis para venda: quando não enquadrados nas categorias anteriores. Serão avaliados periodicamente nos mesmos moldes da alínea “a”.

**Resolução 2.902, de 21.11.2001** - autorizou a renegociação das dívidas alongadas ao setor rural, no âmbito da Medida Provisória 9, de

31.10.2001, dispondo sobre a prorrogação do vencimento da parcela da dívida securitizada pelo Tesouro Nacional, de outubro para novembro, com pagamento mínimo de 32,5% do valor da parcela vencida em 31 de outubro de 2001.

**Resolução 2.907, de 29.11.2001** - com o objetivo de propiciar melhores condições de administração da liquidez das carteiras de crédito das instituições financeiras, foi autorizada a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios, nos termos de regulamentação a ser baixada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A instituição administradora do fundo deve prestar à Central de Risco de Crédito informações relativas aos créditos adquiridos sem coobrigação ou qualquer outra forma de retenção de risco por parte da instituição cedente.

**Resolução 2.908, de 29.11.2001** – estabeleceu as condições gerais de alienação das ações de emissão do Banco do Estado do Amazonas S.A (BEA), de propriedade da União, destacando-se:

- a) definição do valor econômico mínimo para a totalidade das ações de emissão do BEA e o das ações de propriedade da União em R\$195.400.000,00 e R\$192.540.600,00, respectivamente;
- b) aprovação da oferta de ações aos empregados e aposentados do BEA e da Caixa da Previdência dos Funcionários do BEA (Cabea), na forma definida no edital de venda, que representa 10% do Capital Social detido pela União, com deságio de 50% do valor econômico da alínea anterior;
- c) definição do valor mínimo das ações da União a serem alienadas por leilão, que correspondem a 88,68% do capital social detido pela União;
- d) obrigatoriedade ao futuro controlador do BEA de realizar oferta pública para compra de ações dos acionistas minoritários (ordinárias e preferenciais) por, no mínimo, 80% do preço obtido no leilão;
- e) extensão da obrigação da alínea anterior aos processos de privatização do Banco do Estado do Ceará S.A. (BEC), do Banco do Estado do Maranhão S.A. (BEM), do Banco do Estado do Piauí S.A. (BEP), e do Banco do Estado de Santa Catarina S.A. (BESC).

## Medidas de política fiscal

**Medida Provisória 2.222, de 4.9.2001** – estabeleceu que, a partir de 1º de janeiro de 2002, os rendimentos e ganhos auferidos nas aplicações de recursos das provisões, reservas técnicas e fundos de entidades abertas de previdência complementar e de sociedades seguradoras que operam planos de benefícios de caráter previdenciário, estarão sujeitos à incidência do imposto de renda, de acordo com as normas de tributação aplicáveis às pessoas físicas e às pessoas jurídicas não-financeiras. Pela legislação vigente até então, somente os Fundos de Aposentadoria Programada Individual (Fapi) e as entidades fechadas de previdência privada (EFPP) estavam sujeitos à incidência de imposto sobre os rendimentos de suas carteiras. Com a atual medida, foram incluídos nessa regra os Planos Geradores de Benefício Livre (PGBL) e as entidades abertas de previdência privada (EAPP).

A Medida Provisória estabeleceu duas opções para a tributação:

- a) o regime especial de tributação (RET), com alíquota de 12% sobre o aporte trimestral de recursos feito pelo empregador ao fundo. Essa alíquota é resultante da diferença entre a soma das alíquotas do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), inclusive adicionais, e 80% da alíquota máxima da tabela progressiva do Imposto de Renda das Pessoas Físicas (IRPF). Atualmente, as entidades fechadas e as seguradoras que vendem o Fapi pagam 34% de imposto (25% de IR e 9% de CSLL); o regime especial permitirá que sejam diferidos 22%, relativos a 80% da alíquota máxima do IRPF (27,5%), incidentes quando do resgate;
- b) as entidades que não optarem pelo RET, pagarão alíquota de 20% sobre os rendimentos das aplicações em renda fixa e variável, auferidos em cada trimestre-calendário.

Estão isentos do pagamento do imposto os planos de previdência sem a participação do empregador, ou seja, aqueles constituídos exclusivamente com recursos de pessoas físicas, ou destas e de pessoas jurídicas imunes. Os resgates continuarão tributados na fonte, conforme as alíquotas progressivas do IRPF.

**Lei 10.303, de 31.10.2001** – alterou e acrescentou dispositivos à Lei 6.404, de 15.12.1976 – Lei das Sociedades Anônimas – visando o fortalecimento do mercado de ações e a proteção aos acionistas minoritários. As mudanças criaram condições para que a Comissão de Valores Mobiliários se transforme, de fato, em agência reguladora e fiscalizadora do setor. As principais alterações foram:

- a) garantir aos acionistas minoritários, no caso de venda do controle da companhia, preço para suas ações equivalente a 80% do negociado pelos majoritários, mediante oferta pública;
- b) estender aos acionistas preferenciais, que detiverem pelo menos 10% do capital social da empresa, o direito de eleger um membro no conselho de administração da empresa;
- c) permitir que os acionistas minoritários, titulares de ações ordinárias e preferenciais, escolham um dos três membros do conselho fiscal da empresa;
- d) admitir para negociação, no mercado de valores mobiliários, as ações preferenciais com pelo menos uma das seguintes características:
  - direito de participar do dividendo, que será, no mínimo, de 25% do lucro líquido do exercício;
  - pagamento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% maior do que o atribuído às ações ordinárias; ou
  - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação do controle da empresa, recebendo 80% do preço pago pelas ações integrantes do bloco de controle e dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias;
- e) dotar a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, de autoridade administrativa independente, sem subordinação hierárquica e com autonomia financeira orçamentária, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes;
- f) definir novos crimes contra o mercado de capitais, como: crime de manipulação do mercado, de uso indevido de informação privilegiada e de exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

**Lei 10.305, de 7.11.2001** – estabeleceu normas para o registro do resultado líquido negativo decorrente do ajuste dos valores em reais de obrigações e créditos, efetuado em virtude de variação nas taxas de câmbio ocorrida no ano-calendário de 2001. A lei permitiu às pessoas jurídicas o registro, em conta do ativo diferido, do resultado líquido

negativo, cujo valor deverá ser amortizado à razão de 25%, no mínimo, por ano-calendário, a partir de 2001.

A pessoa jurídica que adotar tal procedimento, deverá excluir do lucro líquido para determinação do lucro real e da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido, relativos ao ano-calendário de 2001, a diferença entre o valor da despesa, registrado no ativo diferido, e o amortizado no mesmo período. O valor amortizado nos períodos de apuração subseqüentes ao da exclusão será adicionado ao lucro líquido.

**Lei 10.306, de 8.11.2001** – acresceu o parágrafo VI ao artigo 3º da Lei 9.311, de 24.10.1996, que dispõe sobre a cobrança da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF). Com a inserção do referido parágrafo, a CPMF deixou de incidir nos lançamentos a débito nas contas correntes de depósito, cujos titulares sejam:

- a) missões diplomáticas;
- b) repartições consulares de carreira;
- c) representações de organismos internacionais e regionais de caráter permanente, de que o Brasil seja membro;
- d) funcionário estrangeiro de missão diplomática ou representação consular;
- e) organismo internacional que goze de privilégios ou isenções tributárias, em virtude de acordo firmado com o Brasil.

**Lei 10.312, de 27.11.2001** – reduziu para zero as alíquotas das contribuições para o Programa de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep), e para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), incidentes sobre a receita bruta decorrente da venda de gás natural canalizado, destinado à produção de energia elétrica pelas usinas integrantes do Programa de Termoeletricidade, nos termos e condições estabelecidas em ato conjunto dos Ministros de Estado de Minas e Energia e da Fazenda. Reduziu a zero as alíquotas dessas mesmas contribuições incidentes sobre a receita bruta decorrente da venda de carvão mineral destinado à geração de energia elétrica. Essas medidas só produzirão efeitos em relação aos fatos geradores ocorridos a partir de 1.3.2002.

**Emenda Constitucional 33, de 11.12.2001** - estabelece que a contribuição de intervenção no domínio econômico poderá incidir sobre

a importação de bens ou serviços recebidos do exterior, inclusive energia elétrica, serviços de telecomunicações, derivados de petróleo, combustíveis, ainda que o destinatário seja pessoa natural, que, no caso, poderá, na forma da lei, ser equiparada a pessoa jurídica.

A lei que instituir contribuição de intervenção no domínio econômico relativa às atividades de importação ou comercialização de petróleo e seus derivados, gás natural e seus derivados e álcool combustível deverá atender aos seguintes requisitos:

- a) a alíquota da contribuição poderá ser diferenciada por produto ou uso e reduzida e restabelecida por ato do Poder Executivo;
- b) os recursos arrecadados serão destinados ao pagamento de subsídios a preços ou transporte de álcool combustível, gás natural e seus derivados e derivados de petróleo; ao financiamento de projetos ambientais relacionados com a indústria do petróleo e do gás e ao financiamento de programas de infra-estrutura de transportes.

## Medidas relacionadas ao setor externo

**Resolução Camex 32, de 29.8.2001 (Ex-tarifários)** - Altera para 4%, pelo prazo de dois anos, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre Bens de Capital, Bens de Informática e Telecomunicações e sobre os componentes dos Sistemas Integrados.

**Lei 10.274, de 10.9.2001** - Autoriza a criação de mecanismo de compensação destinado a viabilizar a manutenção de preços constantes para o gás natural, e dá outras providências. Ficam convalidados os atos praticados com base na Medida Provisória 2.149-2, de 27.7.2001.

**Lei 10.276, de 10.9.2001** - Dispõe sobre o ressarcimento das contribuições para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) e para a Seguridade Social (Cofins) incidentes sobre insumos na fabricação de produtos destinados à exportação. Ficam convalidados os atos praticados com base na Medida Provisória 2.202-1, de 26.7.2001.

**Portaria Interministerial MAPA/MDIC 485, de 19.9.2001** - Altera a Portaria Interministerial MAA/MDIC 197/00, que instituiu o sistema de retenção sobre as exportações de café em grão cru, com embarques negociados a partir de junho de 2000. A retenção passa a ser comprovada pelo volume de café em poder do MAPA, pelos Certificados de Retenção ou termos de Anuência do Produtor, e pelos volumes de café objeto de garantias de financiamento com recursos do Fundo de Defesa da Economia Cafeeira (Funcafé).

**Decreto 3.937, de 25.9.2001** - Regulamenta a Lei 6.704, de 26.10.1979, que dispõe sobre o Seguro de Crédito à Exportação, e dá outras providências. Ficam revogados os Decretos 2.369, de 10.11.1997, e 2.877, de 15.11.1998.

**Decreto 3.981, de 24.10.2001** – Dispõe sobre a Câmara de Comércio Exterior (Camex), do Conselho de Governo e dá outras providências.

**Resolução Camex 34, de 30.10.2001** – Homologa Compromisso de Preços para as importações de cartões semi-rígidos para embalagens, revestidos, tipos duplex e triplex, de gramatura igual ou superior a 200 g/m<sup>2</sup>, originárias do Chile, com a conseqüente suspensão da investigação *antidumping*.

**Resolução Camex 36, de 30.10.2001 (Ex-tarifários)** – Altera para 4%, pelo prazo de dois anos a contar da data de vigência desta Resolução, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre os bens de capital e bens de informática e telecomunicações e os componentes dos sistemas integrados especificados. Esse tratamento tarifário somente se aplica quando se tratar da importação da totalidade dos componentes especificados em cada sistema, a serem utilizados em conjunto na atividade produtiva do importador.

**Decreto 4.015, de 13.11.2001** – Dispõe sobre a execução do Terceiro Protocolo Adicional ao Acordo de Complementação Econômica 39, entre o Brasil e os países-membros da Comunidade Andina (Colômbia, Equador, Peru e Venezuela).

**Resolução Camex 38, de 28.11.2001** – Encerra a investigação de revisão do direito *antidumping* definitivo aplicado sobre as importações de cadeados, exceto para bicicletas, classificados no item 8301.10.00 da Nomenclatura Comum do Mercosul, originárias da República Popular da China, com a fixação da alíquota *ad valorem* de 60,3%.

# **Apêndice**

## **Administração do Banco Central do Brasil**

## **Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)**

## **Administração do Banco Central do Brasil**

### **Diretoria Colegiada**

#### **Arminio 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

**Arminio 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)

**José Antonio Marciano**  
Chefe do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban)

**Sérgio Goldenstein**  
Chefe do Departamento de Operações de Mercado Aberto (Demab)

# Siglas

<b>a.a.</b>	ao ano
<b>a.m.</b>	ao mês
<b>ac.12m.</b>	acumulado em 12 meses
<b>ac.a.</b>	acumulado no ano
<b>Abimaq</b>	Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos
<b>ACC</b>	Adiantamento sobre Contratos de Câmbio
<b>ACSP</b>	Associação Comercial de São Paulo
<b>Anfavea</b>	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
<b>BAI</b>	<i>Business Activity Index</i>
<b>BCE</b>	Banco Central Europeu
<b>BM&amp;F</b>	Bolsa de Mercadorias e Futuros
<b>BNDES</b>	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<b>BNDESp</b>	BNDES Participações S. A.
<b>BoJ</b>	Banco do Japão
<b>Caged</b>	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
<b>CBO</b>	<i>Congressional Budget Office</i>
<b>CDB</b>	Cadastro Informativo de Créditos Não-Quitados do Setor Público Federal
<b>CDI</b>	Certificado de Depósito Interbancário
<b>Cetes</b>	Certificados do Tesouro
<b>Cetip</b>	Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos
<b>CMN</b>	Conselho Monetário Nacional
<b>CNI</b>	Confederação Nacional da Indústria
<b>Cofins</b>	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
<b>CPI</b>	Índice de Preços ao Consumidor
<b>CPMF</b>	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
<b>CSLL</b>	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
<b>CUT</b>	Custo Unitário do Trabalho
<b>CVM</b>	Comissão de Valores Mobiliários
<b>Depec</b>	Departamento Econômico

<b>DI</b>	Depósito Interbancário
<b>DLSP</b>	Dívida líquida do setor público
<b>EMI</b>	Estimador Mensal Industrial
<b>FBCF</b>	Formação bruta de capital fixo
<b>FCESP</b>	Federação de Comércio do Estado de São Paulo
<b>Fed</b>	Sistema da Reserva Federal ( <i>Federal Reserve</i> )
<b>Fenabrave</b>	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
<b>FGTS</b>	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
<b>FGV</b>	Fundação Getulio Vargas
<b>Fiesp</b>	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
<b>FIF</b>	Fundos de Investimento Financeiro
<b>Finame</b>	Agência Especial de Financiamento Industrial
<b>FMI</b>	Fundo Monetário Internacional
<b>FOMC</b>	<i>Federal Open-Market Committee</i>
<b>FRA</b>	<i>Forward Rate Agreement</i>
<b>GCI</b>	Grupo de Comunicação Institucional
<b>IBGE</b>	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
<b>Ibovespa</b>	Índice de Lucratividade da Bolsa de Valores de São Paulo
<b>GDDS</b>	Sistema Geral de Disseminação de Dados
<b>IF</b>	Instituição financeira
<b>IFO</b>	<i>Institute for Economic Research</i>
<b>IGP-DI</b>	Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna
<b>IGP-M</b>	Índice Geral de Preços - Mercado
<b>IIC</b>	Índice de Intenções do Consumidor
<b>Imacec</b>	Indicador mensal de atividade econômica
<b>Indec</b>	<i>Instituto Nacional de Estadísticas y Censos</i>
<b>INE</b>	<i>Instituto Nacional de Estadísticas</i>
<b>Inegi</b>	<i>Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática</i>
<b>INPC</b>	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
<b>Insée</b>	<i>Institut National de la Statistique e des Études Économiques</i>
<b>INSS</b>	Instituto Nacional de Seguro Social
<b>IPA</b>	Índice de Preços por Atacado
<b>IPA-DI</b>	Índice de Preços por Atacado - Disponibilidade Interna
<b>IPA-OG-PI</b>	Índice de Preços por Atacado - Oferta Global - Produtos Industriais
<b>IPC</b>	Índice de Preços ao Consumidor
<b>IPCA</b>	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
<b>IPC-Fipe</b>	Índice de Preços ao Consumidor - Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
<b>IPCH</b>	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
<b>Ipim</b>	<i>Índice de Precios Internos al por Mayor</i>

---

<b>IPP</b>	Índice de Preços ao Produtor
<b>IR</b>	Imposto de Renda
<b>IRF-M</b>	Imposto de Renda Fixa de Mercado
<b>IRRF</b>	Imposto de Renda Retido na Fonte
<b>Isac</b>	Indicador Sintético de Atividade Industrial
<b>Isae</b>	Instituto de Estudos e Análise Econômica ( <i>Instituto di Studi e Analisi Economica</i> )
<b>Lecops</b>	Letras de Cancelamento de Obrigações Provinciais
<b>LFT</b>	Letras Financeiras do Tesouro
<b>LSPA</b>	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
<b>LTN</b>	Letras do Tesouro Nacional
<b>Mercosul</b>	Mercado Comum do Sul
<b>MIE</b>	Ministério do Trabalho e Emprego
<b>Nafta</b>	Associação Norte-americana de Livre Comércio
<b>NAPM</b>	<i>National Association of Purchasing Managers</i>
<b>NFSP</b>	Necessidades de financiamento do setor público
<b>NTN-C</b>	Notas do Tesouro Nacional - série C
<b>NTN-D</b>	Notas do Tesouro Nacional - série D
<b>OMC</b>	Organização Mundial do Comércio
<b>Opep</b>	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
<b>PAF</b>	Programa de Assistência Financeira
<b>Pasep</b>	Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
<b>PEA</b>	População Economicamente Ativa
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>PIS</b>	Programa de Integração Social
<b>PMI</b>	Índice dos Gerentes de Compras ( <i>Purchasing Managers Index</i> )
<b>p.b.</b>	Pontos base
<b>p.p.</b>	Pontos percentuais
<b>PPI</b>	Índice de Preços do Produtor Final ( <i>Price Index of the Final Goods Producer</i> )
<b>STN</b>	Secretaria do Tesouro Nacional
<b>TJLP</b>	Taxa de Juros de Longo Prazo
<b>UE</b>	União Européia