



Relatório de Inflação

Dezembro 2003

Volume 5 – Número 4

Relatório de Inflação

ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 5	n° 4	dez	2003	P. 1 - 165
-----------------------	----------	------	------	-----	------	------------

Relatório de Inflação

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

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

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

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

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, Volume 5, nº 4.

Controle Geral de Assinaturas

Banco Central do Brasil
Demap/Didoc/Sudoc
SBS – Quadra 3 – Bloco B
Ed.-Sede – 2º subsolo
Caixa Postal 8670
70074-900 Brasília – DF
Telefone: (61) 414-3165
Fax: (61) 414-1359

Tiragem: 800 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 dos gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Central de Informações do Banco Central do Brasil

Endereço: Secre/Surel/Diate
Edifício-Sede – 2º subsolo
SBS – Quadra 3 – Zona Central

Telefones: (61) 414 (...) 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406

DDG: 0800 992345

Fax: (61) 321-9453
70074-900 Brasília – DF

Internet: <http://www.bcb.gov.br>

E-mail: cap.secre@bcb.gov.br

Índice

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	11
1.1 Vendas no varejo _____	12
1.2 Produção _____	14
Produção agropecuária _____	14
Lavouras _____	15
Pecuária _____	16
Produção industrial _____	21
1.3 Mercado de trabalho _____	28
Emprego _____	28
Rendimentos _____	30
Custo Unitário do Trabalho e produtividade _____	31
1.4 Produto Interno Bruto _____	31
1.5 Investimentos _____	38
1.6 Conclusão _____	39
Preços	41
2.1 Índices gerais _____	41
2.2 Índices de preços ao consumidor _____	42
2.3 Monitorados _____	43
2.4 Núcleo de inflação _____	43
2.5 Expectativas de mercado _____	44
2.6 Conclusão _____	45
Políticas creditícia, monetária e fiscal	47
3.1 Crédito _____	47
Operações de crédito com recursos direcionados _____	48
Operações de crédito com recursos livres _____	50
Qualidade do crédito _____	52

3.2 Agregados monetários _____	58
Títulos públicos federais _____	59
Taxas de juros reais e expectativas de mercado _____	62
Mercado de Capitais _____	62
Aplicações financeiras _____	64
3.3 Política fiscal _____	65
Necessidades de financiamento do setor público _____	65
Dívida mobiliária federal _____	67
Dívida líquida do setor público _____	67
3.4 Conclusão _____	68

Economia internacional **71**

4.1 Atividade econômica _____	71
4.2 Política monetária e inflação _____	73
4.3 Política fiscal _____	76
4.4 Mercados financeiros internacionais _____	77
4.5 Comércio mundial _____	80
4.5.1 <i>Commodities</i> _____	82
4.5.1.1 Petróleo _____	83
4.6 Conclusão _____	83

Setor externo **85**

5.1 Comércio de bens _____	85
5.2 Serviços e renda _____	90
5.3 Conta financeira _____	91
5.4 Conclusão _____	93

Perspectivas para a inflação **99**

6.1 Determinantes da inflação _____	100
6.2 Cenário principal: pressupostos e riscos associados _____	105
6.3 Previsão da inflação _____	110

Boxes

Perspectivas para Safra 2003/2004 _____	17
Aspectos da Retomada do Nível de Atividade Industrial _____	26
Estimativas para a Evolução do PIB _____	35
Perspectivas das Operações de Crédito do Sistema Financeiro _____	53
A Sustentabilidade das Exportações para 2004 _____	95
Comportamento das Previsões de Inflação do Banco Central e do Mercado _____	114
Metodologias para Estimação do Produto Potencial _____	117
Modelo de Determinação Endógena de Preços Administrados _____	120

Anexo **123**

Medidas de política econômica **151**

Apêndice **159**

Apresentação

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

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

Sumário executivo

Em 2003, a condução de uma política macroeconômica consistente conseguiu reverter o cenário de crise que se delineava no final de 2002, evitando o descontrole inflacionário e permitindo que a inflação se estabilizasse em patamares relativamente baixos. A existência de capacidade ociosa na economia, o ambiente externo favorável e as expectativas sob controle sugerem a construção de um cenário que combina o cumprimento das metas para a inflação com a recuperação sustentada da atividade econômica.

Os indicadores do nível de atividade ratificaram as perspectivas de início do processo de recuperação econômica no terceiro trimestre de 2003, delineadas a partir da superação do risco inflacionário e da conseqüente flexibilização da política monetária. O movimento de expansão seguiu o padrão característico de períodos de retomada do crescimento, sendo impulsionado, primeiramente e com maior intensidade, pela produção de bens de consumo duráveis. De acordo com o cenário de referência, que supõe manutenção, ao longo do horizonte de previsão, da taxa básica de juros em 16,5% e da taxa de câmbio em valor próximo ao observado na véspera da reunião de dezembro do Copom (R\$2,94 por dólar norte-americano), prevê-se um crescimento de 0,3% para 2003 e de 3,5% para 2004. A queda da projeção para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2003, comparativamente aos 0,6% projetados em setembro, deve-se, em grande parte, às estimativas divulgadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para o crescimento do PIB até o terceiro trimestre, que incorporam mudanças metodológicas e revisões nos dados referentes a 2002 e ao primeiro semestre de 2003. Apesar do fraco desempenho registrado para 2003, deve-se ressaltar que, na margem, a economia vem se recuperando. O leque de produto contendo as projeções do cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos participantes do mercado em 12 de dezembro, de acordo com pesquisa conduzida pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do

Banco Central do Brasil (Gerin), aponta para um crescimento do PIB de 3,8% em 2004. Essa maior projeção, comparativamente ao cenário de referência, reflete o impacto da redução da taxa de juros sobre o nível de atividade.

O comportamento das operações de crédito, no terceiro trimestre, evidencia trajetória de recuperação do financiamento do setor privado pelo sistema financeiro. A continuidade do processo de redução do custo dos empréstimos, aliada às medidas de estímulo ao crédito, como aquelas voltadas para a ampliação do microcrédito e dos empréstimos em consignação em folha de pagamento, reforça as expectativas de recuperação da atividade produtiva.

Com o desempenho favorável das exportações no terceiro trimestre, o setor externo vai se consolidando, pelo quarto ano seguido, como principal fator de sustentação da atividade econômica. O crescimento das exportações vem ocorrendo com diversificação de mercados e de produtos. As importações têm apresentado crescimento tímido no ano, como consequência do nível de atividade e da substituição de importações.

O superávit das transações correntes tem reduzido as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos. Adicionalmente, registrem-se os empréstimos junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI), atuando como garantia para eventuais crises de liquidez. As projeções para 2004 indicam déficit em conta-corrente, devido à retomada da atividade econômica. Ainda assim, a previsão é de aumento do fluxo líquido de investimentos diretos, de continuidade de operações no mercado de bônus e de rolagem integral da dívida privada. Nesse contexto, o financiamento do balanço de pagamentos deverá ocorrer em bases sólidas, ainda que com redução das reservas internacionais brutas, consequência das amortizações dos empréstimos do FMI.

No que se refere às contas fiscais, registrou-se desempenho confortável em todos os segmentos do setor público, confirmando a expectativa de cumprimento das metas definidas para o ano. A evolução favorável dos principais condicionantes da evolução da dívida líquida, refletida na trajetória declinante da taxa Selic, na estabilidade da taxa de câmbio e na continuidade de obtenção de bons resultados fiscais em todos os segmentos do setor público, deverá contribuir para o equilíbrio da relação dívida/PIB. Além disso, o início do processo de retomada da atividade econômica reforça a expectativa, em médio prazo, de declínio daquela relação.

Esse contexto virtuoso permite que, a despeito da recuperação da atividade econômica, os índices de preços continuem registrando taxas de variação relativamente baixas, e que se espere que essa trajetória se mantenha em 2004. Essa expectativa é apoiada pela folga predominante no nível de utilização da capacidade produtiva, que possibilitará um aumento inicial de produção independentemente da maturação dos investimentos na cadeia produtiva. Adicionalmente, os núcleos de inflação, que repercutem com menor intensidade fatores de caráter temporário, têm permanecido em patamar relativamente estável ao longo do segundo semestre, mostrando-se, ao final deste ano, compatíveis com as metas estabelecidas para 2004.

A projeção de inflação associada ao cenário de referência é de 4,5% para 2004 e de 4,0% para 2005, abaixo, portanto, das respectivas metas. O cenário de mercado, por embutir queda na taxa de juros e depreciação cambial ao longo do horizonte de previsão, projeta inflações mais elevadas do que o cenário de referência, de 5,8% para 2004 e de 5,1% para 2005, ambas superiores às metas.

Os indicadores do nível de atividade ratificam as perspectivas de início do processo de recuperação econômica no terceiro trimestre de 2003, delineadas a partir da superação do risco inflacionário e da conseqüente flexibilização da política monetária. O movimento de expansão seguiu o padrão característico de períodos de retomada do crescimento, sendo impulsionado, primeiramente e com maior intensidade, pela produção de bens de consumo duráveis. Ressalte-se que a melhora nos fundamentos econômicos observada no período não se refletiu nas contas nacionais com ajuste sazonal, devido, basicamente, ao desempenho das lavouras¹, que reflete aspectos conjunturais alheios ao atual cenário macroeconômico.

A contribuição do setor externo, sustentada nos últimos meses pela continuidade de crescimento das exportações, manteve-se no terceiro trimestre de 2003 e consolida-se, pelo quarto ano seguido, como principal fator de sustentação da atividade econômica. Entretanto, a retomada do crescimento verificada decorre, também, da recuperação da demanda interna, associada, nesse primeiro momento, à expansão do crédito e à recuperação de expectativas. Esse cenário traduziu-se, no terceiro trimestre, em expressivas vendas de veículos e de bens de consumo duráveis. Em ritmo mais moderado, observam-se, ainda, crescimentos dos setores de bens de consumo não duráveis, cuja evolução está associada à recuperação da renda, e de bens de capital, que tende a responder com maior intensidade à medida que se consolida o cenário de recuperação.

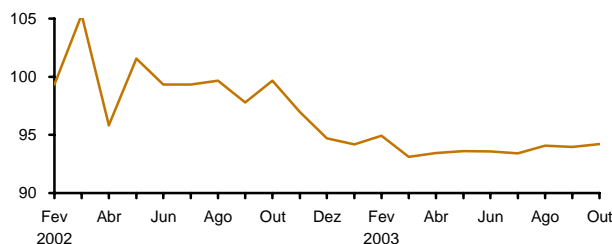
1/ Mais especificamente, ao resultado negativo da produção cafeeira, apropriada ainda no terceiro trimestre, após o excepcional crescimento da sojicultura, com impacto no segundo trimestre. Além disso, os indicadores econômicos disponíveis para a pecuária, segmento em franca expansão, são defasados e, por isso, incorporados apenas em resultados posteriores.

Índice de Volume de Vendas no Varejo

Hipermercados, supermercados

Dados dessazonalizados

2000=100



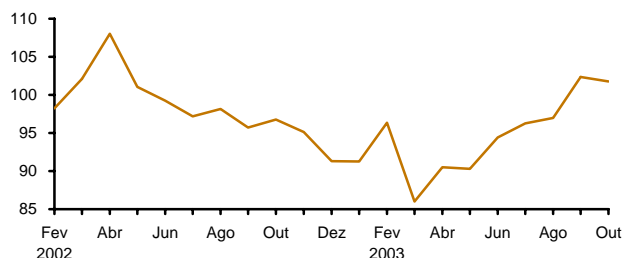
Fonte: IBGE

Índice de Volume de Vendas no Varejo

Móveis e eletrodomésticos

Dados dessazonalizados

2000=100



Fonte: IBGE

Índice de Volume de Vendas no Varejo – Brasil

Variação percentual

Discriminação	2003				
	Jun	Jul	Ago	Set	Out
Sobre igual mês do ano anterior					
Comércio varejista	-5,6	-4,4	-5,8	-2,8	-3,0
Combustíveis e lubrificantes	-1,3	-2,0	-8,5	-7,8	-4,3
Hipermercados, supermercados	-8,6	-5,5	-5,7	-3,8	-4,3
Tecidos, vestuário e calçados	-4,6	-6,3	-6,7	-3,3	-1,8
Móveis e eletrodomésticos	-4,9	-1,0	-1,4	7,0	5,2
Demais artigos de uso pessoal	-2,1	-4,3	-6,1	-1,8	-4,1
Automóveis, motocicletas	-4,5	-11,0	-16,2	-4,0	-3,8
Acumulado no ano					
Comércio varejista	-5,6	-5,4	-5,5	-5,2	-4,9
Combustíveis e lubrificantes	-4,8	-4,4	-4,9	-5,3	-5,2
Hipermercados, supermercados	-6,7	-6,5	-6,4	-6,1	-5,9
Tecidos, vestuário e calçados	-3,4	-3,9	-4,3	-4,2	-3,9
Móveis e eletrodomésticos	-10,4	-9,0	-8,0	-6,5	-5,2
Demais artigos de uso pessoal	-2,2	-2,5	-3,0	-2,9	-3,0
Automóveis, motocicletas	-11,7	-11,6	-12,2	-11,2	-10,5

Fonte: IBGE

1.1 Vendas no varejo

Os resultados do comércio varejista indicaram, ao final do terceiro trimestre e início do quarto, tendência de recuperação mais consistente, embora se mantenham, ainda, em patamar inferior ao verificado em 2002. As vendas dos setores mais sensíveis às condições de crédito mostraram recuperação significativa, enquanto as referentes a setores que caracteristicamente recebem maior influência da evolução da renda dos trabalhadores permaneceram registrando variações discretas. A continuidade da redução das taxas de juros e a flexibilização das condições gerais de crédito ao consumidor, bem como a recuperação econômica em curso, delineiam perspectivas favoráveis para as vendas no final de ano.

Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), o Índice de Volume de Vendas no Varejo, divulgado pelo IBGE, ajustado sazonalmente pelo Depec², registrou crescimento de 0,9% no período de agosto a outubro em relação ao trimestre anterior. Por atividades, os segmentos de móveis e eletrodomésticos e de automóveis, motocicletas, partes e peças registraram as maiores taxas de crescimento, na mesma base de comparação – 7,2%, e 6,1%, respectivamente – ambos refletindo as melhores condições de crédito ao consumidor. Apenas o segmento demais artigos de uso pessoal e doméstico apresentou queda, de 1,6%.

Considerando o desempenho em relação ao mesmo período do ano anterior, o comércio apresentou variações negativas de 2,8% em setembro e de 3% em outubro, acumulando queda de 4,9% no ano. Apesar das taxas negativas, os resultados desses dois meses evidenciaram recuperação em relação às taxas apresentadas anteriormente.

Desagregando por atividades, apenas o segmento de móveis e eletrodomésticos registrou crescimento no comparativo de outubro ante mesmo mês do ano anterior – 5,2%. Destaque-se a evolução do grupo automóveis, motocicletas, partes e peças, com variações de -4% e -3,8% em setembro e outubro, respectivamente, bastante inferiores às verificadas nos meses anteriores, -11% em julho e -16,2% em agosto de 2003. Considerando o resultado acumulado no ano, as taxas registradas em todos os segmentos confirmam o movimento de recuperação do setor varejista.

2/ Os resultados do ajuste sazonal da série devem ser ainda considerados com cautela, haja vista que o número de observações da série não é, ainda, o ideal para o procedimento.

Por unidade da Federação, Rondônia continua sendo exceção, ao registrar crescimento de 5% das vendas acumuladas no ano até outubro de 2003. Todos os outros estados pesquisados apresentaram queda na mesma base de comparação, ocorrendo com maior intensidade em Roraima (-14,1%), Acre (-12,1%) e Alagoas (-11,3%).

Índice de Volume de Vendas no Varejo – Brasil

Outubro de 2003

Discriminação	Variação % no ano		
	Receita nominal	Volume	Evolução dos preços
Comércio varejista	14,2	-5,0	20,2
Combustíveis e lubrificantes	21,1	-5,2	27,7
Hipermercados, supermercados	15,9	-5,9	23,2
Tecidos, vestuário e calçados	6,5	-3,9	10,8
Móveis e eletrodomésticos	9,7	-5,3	15,8
Demais artigos de uso pessoal	11,5	-3,0	15,0
Automóveis, motocicletas	-4,8	-10,5	6,3

Fonte: IBGE

Vendas físicas do comércio varejista na RMSP

Discriminação	Variação percentual				
	2003				
	Jun	Jul	Ago	Set	Out
No mês ^{1/}					
Geral	-0,6	-3,1	0,4	-1,6	0,7
Bens de consumo	1,0	-3,0	0,2	-1,6	1,0
Duráveis	6,9	-8,7	-6,8	0,1	2,4
Semiduráveis	-1,2	5,6	11,0	-3,8	-3,1
Não duráveis	1,2	-1,3	4,3	-3,6	0,4
Comércio automotivo	-1,1	-5,2	10,5	10,2	-3,1
Concess. de veículos	-1,6	-5,3	11,3	12,0	-1,7
Autopeças e acessórios	3,6	-2,8	2,3	-1,9	-7,6
Material de construção	-0,6	-9,2	-20,6	1,6	-1,2
No ano					
Geral	-13,0	-13,8	-15,1	-16,0	-16,4
Bens de consumo	-14,7	-15,3	-16,5	-17,4	-17,7
Duráveis	-17,1	-15,9	-16,2	-16,2	-15,5
Semiduráveis	-24,6	-25,0	-23,9	-23,0	-22,8
Não duráveis	-11,1	-13,0	-15,0	-16,7	-17,8
Comércio automotivo	-5,0	-6,1	-6,7	-4,6	-3,4
Concess. de veículos	-5,8	-6,9	-7,5	-4,9	-3,1
Autopeças e acessórios	-0,4	-1,4	-1,9	-1,5	-2,9
Material de construção	-2,0	-3,4	-7,7	-11,2	-13,6

Fonte: Fecomercio SP

1/ Dados dessazonalizados.

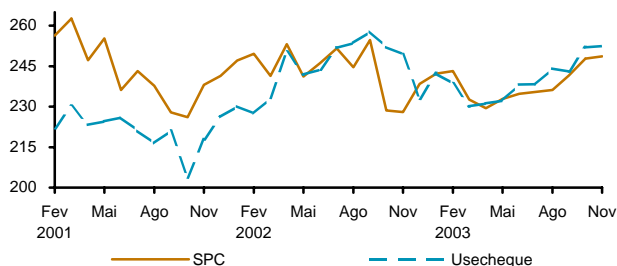
Apesar da queda de 4,9% verificada no Índice de Volume de Vendas no Varejo no acumulado do ano até outubro de 2003, a Receita Nominal de Vendas aumentou 14,2% no mesmo período de comparação. Esse resultado decorreu de aumento médio nos preços de 20,2%, ante variação média de 15,7% dos preços entre os primeiros dez meses de 2003 e de 2002, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do IBGE. O setor hipermercados e supermercados, caracteristicamente com menor elasticidade de preços, foi o único segmento, além de combustíveis e lubrificantes, a registrar receita nominal superior ao IPCA médio no período.

Ao contrário do observado no indicador nacional, os resultados da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) não sinalizaram, de forma clara, inversão da tendência declinante observada ao longo do ano. Dados dessazonalizados apontaram variações de -1,6% e de 0,7% nas vendas físicas do varejo, em setembro e outubro, respectivamente. Neste último mês, a desagregação dos dados por segmentos evidenciou que as vendas de bens duráveis e de não duráveis cresceram 2,4% e 0,4%, respectivamente, em relação às registradas no mês anterior, enquanto as vendas de bens semiduráveis declinaram 3,1%. A evolução observada no setor de duráveis *vis à vis* os demais segmentos, sinaliza a influência da retomada recente do crédito no comércio. Nesse sentido, as vendas do setor automotivo, influenciadas por esse fator, assinalaram expressivas elevações em agosto, 10,5%, e em setembro, 10,2%, e recuo de 3,1% no mês subsequente. Ressalte-se que no acumulado do ano, até outubro, o índice do comércio geral apresentou retração de 16,4%.

Outros indicadores relacionados ao comércio confirmaram o início da recuperação do consumo no terceiro trimestre de 2003, e apontam continuidade desse comportamento para o final do ano. O número de consultas ao Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) e ao Usecheque, segundo a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), registraram variações positivas de 2,1% e 3,5%, respectivamente, no terceiro trimestre de 2003, ante os resultados do trimestre anterior, considerada a série dessazonalizada. Dados de outubro e novembro, também

Indicadores de comércio varejista

Dados dessazonalizados
1992=100



Fonte: ACSP

Indicadores de inadimplência

Discriminação	Taxa						
	2003						
	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Ano ^{1/}
SPC (SP) ^{2/}	4,9	5,2	4,0	4,0	5,4	4,2	5,5
Cheques devolvidos ^{3/}	5,1	5,5	5,2	5,1	5,4	5,2	5,4
Telecheque (RJ) ^{4/}	2,0	2,5	2,3	2,3	2,3	1,7	2,3
Telecheque (Nacional) ^{4/ 5/}	2,1	2,6	2,4	2,4	2,5	2,3	2,4

Fonte: ACSP, Bacen e Teledata

1/ Média no ano.

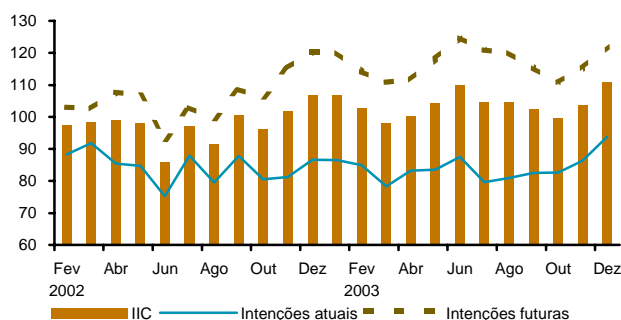
2/ Novos registros (-) registros cancelados/consultas realizadas (t-3).

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

4/ Cheques devolvidos/cheques recebidos.

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

Índice de Intenção do Consumidor (IIC)



Fonte: Fecomercio SP

com ajuste sazonal, seguem mostrando alta dos indicadores da ACSP, com o total das consultas ao SPC e ao sistema Usecheque apresentando crescimentos de 2,2% e 0,4%, para esses dois meses, respectivamente.

Os indicadores de inadimplência mantiveram-se estáveis no terceiro trimestre de 2003 e sinalizaram pequena elevação no início do período subsequente. A relação de cheques devolvidos por insuficiência de fundos sobre o total de cheques compensados registrou taxa média de 5,3% no terceiro trimestre ante 5,4% no segundo, situando-se em 5,2% em novembro. Outro indicador de inadimplência, o Índice Nacional divulgado pela Teledata, que mede a relação entre cheques devolvidos e recebidos, também tem apresentado relativa estabilidade nos últimos meses. Em novembro, o indicador registrou 2,3%, ante 2,5% no mês anterior.

As estatísticas da ACSP para novembro, relativas a registros no SPC, revelaram pequena queda da inadimplência. A taxa líquida alcançou 4,2% no mês, ante 5,4% em outubro. Considerando a inadimplência nos primeiros onze meses do ano, a taxa média situou-se em 5,5%, ante 6,8% no mesmo período de 2002. A redução é explicada, em parte, pelo esforço de cancelamento do cadastro de inadimplentes observado ao longo do segundo semestre, sobretudo no período de julho a setembro.

Os resultados das pesquisas destinadas a avaliar as expectativas dos consumidores revelaram interrupção do processo de deterioração das expectativas nos últimos meses do ano. O Índice de Intenção do Consumidor (IIC), divulgado pela Fecomercio SP, registrou alta de 6,8% em dezembro, após quedas de 0,9% em novembro e de 2,6% em outubro. Por componentes, vale destacar a divergência de comportamentos. O Índice de Intenções Futuras, que representa 60% do índice geral, cresceu 5,9% , e o Índice de Intenções Atuais, 8,8%, no mesmo período. Tal comportamento sinaliza transferência de otimismo e expectativas de longo prazo, delineadas principalmente no decorrer do primeiro semestre, para a percepção de condições atuais mais favoráveis.

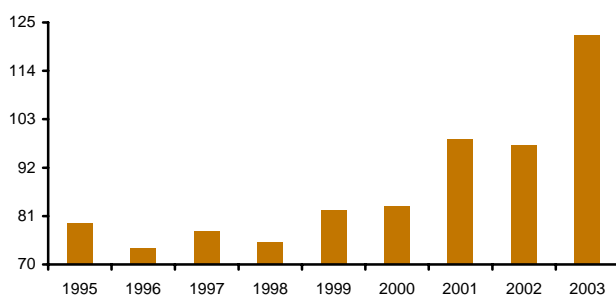
1.2 Produção

Produção agropecuária

A safra de grãos de 2003 situou-se em patamar 25,8% superior à colhida em 2002. Outras culturas

Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE

Produção agrícola

Em mil toneladas

Discriminação	Produção		Variação (%)
	2002	2003 ^{1/}	
Produção de grãos	97 174	122 250	25,8
Caroço de algodão	1 407	1 429	1,6
Arroz (em casca)	10 472	10 191	-2,7
Feijão	3 051	3 292	7,9
Milho	35 500	47 489	33,8
Soja	42 027	51 551	22,7
Trigo	2 926	5 409	84,9
Outros	1 791	2 888	61,2
Outras culturas			
Banana	6 504	6 468	-0,6
Batata-inglesa	2 885	2 935	1,7
Cacau (amêndoas)	175	170	-2,4
Café (beneficiado)	2 494	1 984	-20,4
Cana-de-açúcar	363 721	386 162	6,2
Fumo (em folhas)	657	648	-1,4
Laranja	18 447	17 216	-6,7
Mandioca	23 131	22 454	-2,9
Tomate	3 608	3 567	-1,1

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

apresentaram resultados distintos, com destaque para a alta de 6,2% na produção de cana-de-açúcar e para as quedas de 20,4% e de 6,7% na produção de café beneficiado e de laranja, respectivamente. Os primeiros indicadores relativos à próxima safra apontam novo crescimento na produção de grãos, de 3,6%, resultante de aumentos estimados de 3,1% na área plantada e de 0,5% no rendimento médio por hectare (ver boxe Perspectivas para Safra 2003/2004). Na pecuária, confirmou-se a perspectiva de arrefecimento da produção no segundo trimestre de 2003, mas a produção continua em patamar elevado, considerada a série histórica.

Lavouras

O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE, de outubro, confirmou o crescimento na produção de grãos em 2003. A safra de cereais, leguminosas e oleaginosas deverá alcançar 122,3 milhões de toneladas, o que representa crescimento de 25,8% em relação à safra anterior. Em termos regionais, a produção distribuiu-se da seguinte maneira: Região Sul, 58 milhões de toneladas; Região Centro-Oeste, 37,6 milhões de toneladas; Região Sudeste, 16 milhões de toneladas; Região Nordeste, 8,1 milhões de toneladas; e Região Norte, 2,6 milhões de toneladas.

A safra de grãos de 2003 encontra-se praticamente encerrada, uma vez que, das principais culturas, apenas o ciclo da produção de trigo não está concluído, encontrando-se em fase final de colheita. Ressalte-se que as expectativas para o desempenho da triticultura neste ano são excelentes, pois as condições climáticas foram bastante favoráveis para o desenvolvimento das lavouras.

Os principais determinantes do crescimento da produção foram os expressivos resultados de 33,8% e de 22,7% nas safras de milho e de soja, respectivamente. A produção de trigo deverá crescer 84,9%, aumento explicado, em parte, pelos problemas climáticos ocorridos na safra anterior, e a safra de feijão, 7,9%. A produção de arroz declinou 2,7% em relação à obtida em 2002, refletindo aumento de apenas 0,1% na área plantada e perda de rendimento de 2,8%, decorrente de adversidades climáticas registradas, sobretudo, no Rio Grande Sul, estado que concentra a maior parte da produção.

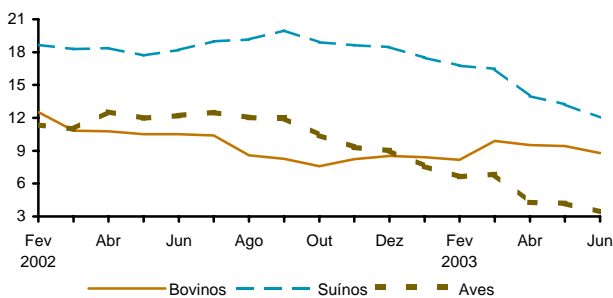
Em relação às perspectivas para o setor, indicadores de insumos agrícolas delineiam cenário favorável. A produção de fertilizantes, no acumulado do ano até outubro,

alcançou 7,4 milhões de toneladas, 8% a mais do que no mesmo período de 2002, de acordo com dados da Associação Nacional para Difusão de Adubos (Anda). A importação do insumo alcançou 11,9 milhões de toneladas, representando acréscimo de 27% em relação ao total registrado no período correspondente de 2002, e a demanda interna atingiu 18,3 milhões de toneladas, com crescimento de 12,7% no período. A produção de máquinas agrícolas, indicador de expansão de investimentos no setor, cresceu 13% no ano, até outubro, conforme dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea).

Pecuária

Produção da pecuária

Peso total das carcaças
Variação acumulada em 12 meses (%)



Fonte: IBGE

Segundo o IBGE, a produção pecuária continuou a apresentar, até o segundo trimestre de 2003, desempenho positivo em todos os seus segmentos, comparativamente a igual período do ano anterior. Tal comportamento está associado, fundamentalmente, à continuidade da expansão das vendas externas. Deve-se mencionar que, a despeito da defasagem dos dados da pecuária, indicadores mais atualizados mostraram diminuição do ritmo de abate de bovinos e suínos e pequeno incremento na produção avícola, no terceiro trimestre, comparativamente ao trimestre anterior, consideradas estatísticas dessazonalizadas.

Segundo a Pesquisa Trimestral de Abate de Animais, do IBGE, o número de bovinos abatidos atingiu 10,5 milhões no primeiro semestre de 2003, com crescimento de 11,5% em relação ao total registrado em igual período de 2002. O peso total de carcaças alcançou 2,4 milhões de toneladas, apresentando expansão de 8,5% no período. Assinale-se a importância da demanda externa para esse crescimento, haja vista que, de acordo com o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e do Comércio Exterior (MDIC), no período de janeiro a outubro as exportações de carnes bovinas alcançaram 506,1 mil toneladas, com expansão de 51,8% sobre o total relativo ao mesmo período de 2002.

Em relação ao abate de suínos, a mesma pesquisa do IBGE indica elevação de 6,8% nos primeiros seis meses de 2003, tendo o peso total das carcaças, 944 mil toneladas, aumentado 5,9% em relação ao acumulado nos seis primeiros meses de 2002. Considerando-se o acumulado até outubro de 2003, as exportações atingiram 391,4 mil toneladas, elevação de 6,1% relativamente ao período correspondente em 2002.

Perspectivas para Safra 2003/2004

Os primeiros levantamentos em campo, objetivando estimar a produção agrícola no próximo ano, confirmaram a perspectiva de crescimento apontada por indicadores antecedentes do setor, como vendas de fertilizantes, máquinas e equipamentos agrícolas e volume de crédito concedidos. As variações estimadas por cultura no 1º Prognóstico para Levantamento de Intenção de Plantio para a safra de grãos 2003/2004, realizado em outubro pelo IBGE, bem como no levantamento de previsão da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), indicam crescimento expressivo em relação à safra anterior. O prognóstico do IBGE, contemplando apenas as culturas de algodão herbáceo, amendoim 1ª safra, arroz, feijão 1ª safra, milho 1ª safra e soja estimou volume de, aproximadamente, 99,9 milhões de toneladas de grãos, o que representa expansão de 3,6% em relação à safra anterior. Os dados da Conab apontam para safra de grãos de 129,7 milhões de toneladas, acréscimo de 5,5% sobre a colheita anterior. Deve-se ressaltar, naturalmente, que essas estimativas dependem ainda da regularidade das condições climáticas.

Vale lembrar que as perspectivas para a safra 2004 refletem o crescimento da renda do setor na safra passada, quando os preços, em geral, foram compensadores, influenciando as decisões de plantio da atual safra. Outro fator a ser destacado é o Plano Agrícola e Pecuário 2003/04, do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (Mapa), que prevê a disponibilidade de recursos da ordem de R\$32,6 bilhões como crédito aos agricultores, dos quais R\$16,4 bilhões para custeio e comercialização, R\$5,8 bilhões para investimentos, além da aplicação prevista de R\$5 bilhões a juros livres e de R\$5,4 bilhões por intermédio do Programa Nacional de

Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf), gerenciado pelo Ministério do Desenvolvimento Agrário (MDA). Tal montante de recursos representa acréscimo de 25,8% sobre o total concedido na safra anterior.

Entre as diversas culturas, a principal contribuição para a ampliação da safra está associada ao cultivo da soja, cuja produção deverá situar-se em 54 milhões de toneladas, acréscimo de 6,1% sobre a colheita anterior, segundo o IBGE, com expansão de 6,2% na área plantada. O crescimento da sojicultura reflete, principalmente, o aumento das cotações internacionais, devido à quebra da safra norte-americana, estimada em 67 milhões de toneladas de grãos pelo *United States Department of Agriculture* (USDA), e à maior demanda por parte dos países asiáticos, sobretudo da China. Além disso, contribuem para o desempenho da lavoura o contínuo desenvolvimento tecnológico e as boas condições climáticas.

A elevação dos preços internacionais estimulou, igualmente, a expansão da cultura do algodão, cujas primeiras estimativas do IBGE para a próxima safra indicam crescimento de 19%. Deverão contribuir, também, para esse aumento, os resultados favoráveis alcançados na safra anterior, o crescimento das exportações e o incentivo governamental à produção da fibra, por meio do aumento de 25% no limite de crédito de custeio para a próxima safra.

Com relação ao café, outra cultura que sensibiliza a balança comercial, a produção está estimada entre 34,1 e 37,5 milhões de sacas, o que representa expansão entre 19,9% e 31,7% em relação à safra 2002/2003, segundo a Conab. Apesar de, em boa parte das regiões, as condições climáticas estarem normais, as conseqüências das temperaturas elevadas aliadas à seca ocorrida na safra anterior, ainda repercutem no resultado da próxima safra, pelo impacto no desenvolvimento dos cafezais. Esse fato, conjugado com a ocorrência de baixos preços no mercado internacional, contribuiu para que, mesmo com o início do ciclo alto na bienalidade da planta, os produtores permanecessem pouco capitalizados. Como conseqüência, ficaram restringidos os gastos

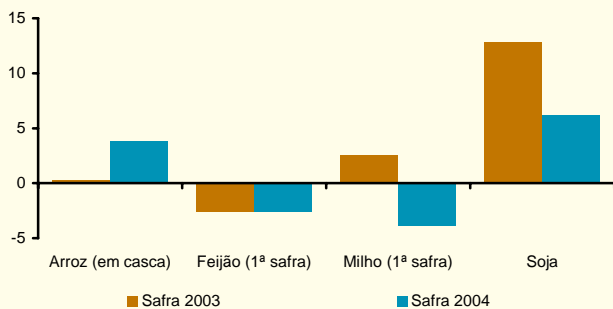
Perspectivas para a safra em 2004

Discriminação	Produção	Variação percentual	
		Área	Rendimento médio
Produção de grãos	3,6	3,1	0,5
Caroço de algodão	19,0	20,7	-1,4
Arroz (em casca)	11,9	3,8	7,8
Feijão (1ª safra)	13,8	-2,6	16,9
Milho (1ª safra)	-3,8	-3,9	0,0
Soja	6,1	6,2	-0,1
Outras culturas			
Batata-inglesa (1ª safra)	-1,1	-3,3	2,3
Cebola	-5,0	-12,1	8,1
Cana-de-açúcar	30,7	13,4	15,3
Fumo (em folhas)	-0,1	-0,2	0,0
Mandioca	11,1	8,5	2,4

Fonte: IBGE

Área plantada – 1º levantamento

Variação percentual



Fonte: IBGE

com tratos culturais e com investimentos em insumos e fertilizantes.

No que se refere às lavouras voltadas para o mercado interno, destaca-se o arroz, produto cuja oferta esteve restrita ao longo de 2003, implicando aumentos de preços da ordem de 35% no ano. A produção do grão deverá alcançar 10 milhões de toneladas na próxima colheita, representando elevação de 11,9% em relação à safra 2002/2003. Espera-se significativa expansão da produtividade, sobretudo nas regiões mais prejudicadas pela quebra na safra passada.

A estimativa para a primeira safra de feijão aponta crescimento de 13,8% na produção, com queda de 2,6% na área cultivada e aumento de 16,9% no rendimento médio por hectare. A redução na área plantada reflete o patamar insatisfatório dos preços praticados no final da comercialização do produto na safra passada e a influência da soja, que ocupa áreas destinadas anteriormente à plantação de outros produtos, inclusive do feijão.

Em relação ao cultivo da primeira safra de milho, as estimativas indicam retração de 3,8%, em decorrência da elevada oferta interna decorrente dos resultados expressivos da primeira safra de 2003, o que, em conjunção com a apreciação cambial, ocasionou redução de preços ao longo do ano. Ao mesmo tempo, a quebra da safra norte-americana de soja, com conseqüente valorização das cotações internacionais da oleaginosa, incentivou a migração de muitos produtores de milho para a sojicultura.

No que se refere à mandioca, em função, principalmente, dos preços atuais da raiz estarem bastante favoráveis quando comparados aos da comercialização passada, espera-se aumento de 8,5% na área plantada e de 11,1% na produção, significando aumento de 2,4% no rendimento médio. Merece destaque, ainda, por sua influência em relação ao preço dos combustíveis, a produção de cana-de-açúcar. Para a safra 2004 do produto, estima-se crescimento de 13,4% na área plantada e de 30,7% na produção, com conseqüente aumento de 15,3% na produtividade.

Nesse contexto, as perspectivas para 2004 são de que a agricultura permaneça apresentando taxas de crescimento expressivas, a exemplo do observado nos últimos cinco anos. Esse comportamento estará evidenciando a conjugação de fatores favoráveis. Nesse sentido, registrem-se a maior disponibilidade de recursos ao setor, reflexo do aumento do crédito assim como da capitalização do setor em função dos resultados favoráveis percebidos recentemente; o crescimento da produtividade; e o estímulo proveniente da evolução das cotações internacionais. Dessa forma, o setor agrícola permanecerá como importante sustentáculo do nível de atividade da economia, contribuindo positivamente para o resultado da balança comercial e para a evolução dos preços internos.

Com referência ao setor avícola, o abate de 1,6 bilhão de frangos nos primeiros seis meses de 2003 representou crescimento de 1,3% em relação ao de igual período de 2002. O peso total de carcaças no semestre alcançou 3 milhões de toneladas, representando expansão de 0,6% no comparativo com o total referente ao primeiro semestre de 2002. Também nesse segmento, deve-se destacar a participação do setor externo na expansão da produção. As exportações alcançaram 1,6 milhão de toneladas, correspondendo à variação de 19,9%, no acumulado do ano, até outubro, sobre as vendas externas realizadas no mesmo período do ano anterior.

A produção de carnes bovina e suína apresenta estatísticas defasadas, mas o índice de abate de animais, exceto aves, da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, variável que antecede os resultados do setor, mostrou elevação de 3,5% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao trimestre anterior, a partir de dados ajustados sazonalmente. Nos primeiros dez meses de 2003, verificou-se crescimento de 3,5% do indicador em relação a igual período de 2002. Tal comportamento mostra o arrefecimento da expansão da produção de carnes bovina e suína que mantém-se, contudo, em patamares historicamente elevados.

Em relação à produção avícola, verifica-se melhora no desempenho do segmento, com crescimento de 2,2%, considerada a mesma base de comparação. Nos dez primeiros meses de 2003, o indicador registrou declínio de 3,1%, em relação a igual período de 2002.

Produção industrial

A atividade industrial apresentou crescimentos mensais contínuos no período julho a setembro e pequeno recuo em outubro. Tal comportamento, sustentado pela flexibilização da política monetária, pela recuperação das expectativas empresariais e pela continuidade da expansão das exportações, evidenciou, de forma inequívoca – tanto pela abrangência do movimento entre os segmentos industriais como pela intensidade da expansão – o processo de retomada de crescimento do setor, após um primeiro semestre marcado pelo arrefecimento da produção.

A produção industrial cresceu 4,3% na média do trimestre de agosto a outubro, em relação aos três meses anteriores, considerada a série dessazonalizada, de acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-

Produção industrial

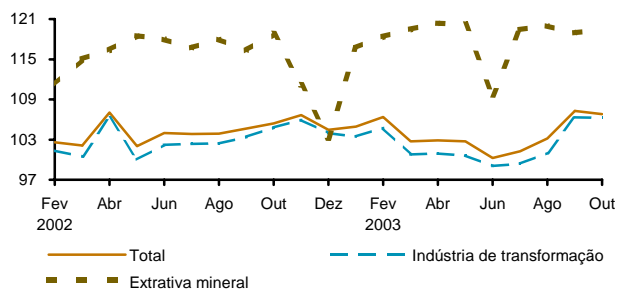
Discriminação	Variação percentual				
	2003				
	Jun	Jul	Ago	Set	Out
Indústria geral					
No mês ^{1/}	-2,4	1,0	1,9	4,1	-0,5
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	-2,6	-2,5	-1,2	1,9	4,3
Mesmo mês do ano anterior	-2,3	-2,3	-2,1	4,1	1,1
Acumulado no ano	-0,1	-0,5	-0,7	-0,1	0,0
Acumulado em 12 meses	2,4	1,8	1,6	1,5	0,8
Indústria de transformação					
No mês ^{1/}	-1,6	0,3	1,7	5,2	-0,1
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	-2,7	-2,4	-1,0	2,0	4,9
Mesmo mês do ano anterior	-1,7	-2,9	-2,6	4,4	1,2
Acumulado no ano	-0,4	-0,8	-1,0	-0,4	-0,2
Acumulado em 12 meses	1,9	1,5	1,3	1,2	0,7
Extrativa mineral					
No mês ^{1/}	-8,8	8,9	0,5	-0,9	0,3
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	-1,2	-2,5	-3,1	2,3	2,6
Mesmo mês do ano anterior	-7,0	2,3	1,7	2,1	0,2
Acumulado no ano	2,0	2,1	2,0	2,1	1,9
Acumulado em 12 meses	5,6	5,0	3,9	3,2	1,6

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Produção industrial

Dados dessazonalizados
2000=100



Fonte: IBGE

PF) do IBGE. Esse resultado refletiu a expansão de 2,6% da extração mineral e, principalmente, a retomada de trajetória ascendente pela indústria de transformação, que cresceu 4,9% nessa base de comparação. O resultado favorável no trimestre contribuiu para que a produção acumulada nos dez primeiros meses do ano se mantivesse no mesmo patamar observado no período correspondente de 2002.

Deve-se ressaltar, nesses percentuais, que o resultado de setembro – quando a indústria de transformação registrou expressivos 5,2% de crescimento, após ajuste sazonal – está, em parte, influenciado pela incidência do feriado da independência no domingo. A ocorrência de um dia útil a mais em setembro deste ano em relação a igual mês de anos anteriores ampliou a variação do período. Contudo, mesmo considerado esse aspecto, deve-se observar que os resultados do último trimestre foram expressivos.

A retomada da indústria de transformação a partir do início do segundo semestre está associada à evolução positiva da demanda doméstica e à continuidade do desempenho favorável das exportações (ver boxe Aspectos da Retomada do Nível de Atividade Industrial). Embora a exportação de produtos semimanufaturados tenha recuado 3,8% no trimestre agosto-outubro ante o trimestre anterior, após ajuste sazonal, as vendas externas de manufaturados registraram aumento de 9,1% no período.

Entre os dezenove gêneros que compõem a indústria de transformação, dezoito apresentaram crescimento na média da produção de agosto a outubro, ante os três meses anteriores, nas séries dessazonalizadas. No período, foram registrados aumentos expressivos na produção de gêneros direcionados para o mercado interno, a exemplo de material elétrico e de comunicações, 9,5%, perfumaria, sabões e velas, 9,1%, e mobiliário, 8,9%. Material de transportes, ancorado no desempenho da indústria automobilística, cresceu 11,4% no período.

No acumulado do ano, até outubro, os melhores desempenhos ainda pertencem a gêneros com reconhecida presença na pauta de exportações, em especial mecânica, 9,1%, borracha, 6,1%, e metalúrgica, 4,8%.

A análise por categorias de uso evidencia que a reação do setor industrial iniciou-se na produção de bens de consumo durável, que cresceu 13,1% no trimestre agosto-outubro em relação ao trimestre anterior, na série

Produção industrial por categoria de uso

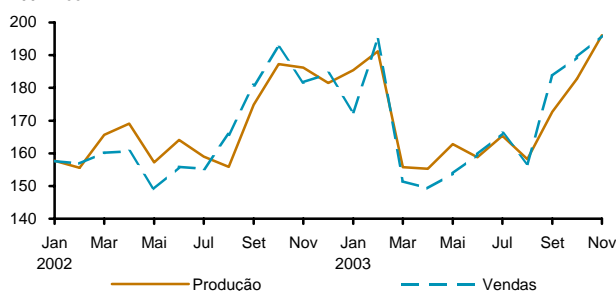
Discriminação	Variação percentual			
	2003			
	Jul	Ago	Set	Out
No mês^{1/}				
Produção industrial	1,0	1,9	4,1	-0,5
Bens de capital	1,4	3,5	6,0	3,8
Bens intermediários	1,9	2,3	2,3	0,3
Bens de consumo	-0,8	-0,3	5,9	0,5
Duráveis	1,7	5,5	7,2	1,8
Semi e não duráveis	-1,3	-1,6	5,1	0,0
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Produção industrial	-2,5	-1,2	1,9	4,3
Bens de capital	-3,6	-2,7	2,3	8,1
Bens intermediários	-2,7	-1,1	2,5	4,4
Bens de consumo	-2,6	-0,5	0,7	3,2
Duráveis	-2,0	6,3	8,3	13,1
Semi e não duráveis	-2,4	-2,2	-1,3	0,4
No ano				
Produção industrial	-0,5	-0,7	-0,1	0,0
Bens de capital	-2,6	-2,6	-1,4	-0,5
Bens intermediários	1,1	1,0	1,4	1,4
Bens de consumo	-5,0	-5,5	-4,8	-4,5
Duráveis	-4,5	-4,4	-2,9	-2,3
Semi e não duráveis	-5,2	-5,8	-5,3	-5,1

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Produção automobilística

Dados dessazonalizados
1992=100



Fonte: Anfavea

dessazonalizada. A melhora das condições de crédito beneficiou, por exemplo, a produção de aparelhos receptores de TV, rádio e equipamentos de som e de mobiliário, que cresceram 25,5% e 8,9%, respectivamente, nessa base de comparação. A produção total de eletrodomésticos expandiu-se 16,9% no período, com taxas positivas tanto na linha marrom (imagem e som), 25%, como na linha branca, 8,9%, enquanto no segmento materiais de transporte o crescimento situou-se em 11,4%.

Estatísticas da Anfavea ratificam esse desempenho, à medida que revelam aumento de 5,5% na produção da indústria automobilística, no trimestre agosto-outubro, em relação ao trimestre anterior, considerados dados dessazonalizados. Esse dinamismo encontra respaldo no aumento de 10,5% das vendas no mesmo período, resultado de expansão de 13,8% no mercado interno e de recuo de 1,5% no mercado externo. Em novembro, o segmento continuou a mostrar forte crescimento, assinalando taxas mensais de 7,3% na produção e de 3,5% nas vendas, após ajuste sazonal.

A categoria de bens de consumo semi e não duráveis mostrou crescimento ainda discreto, assinalando variação de 0,4% no período agosto-outubro, em relação ao trimestre imediatamente anterior. A defasagem da reação dessa categoria de bens reflete o gradualismo da recuperação da massa de rendimentos.

A produção da categoria de bens intermediários cresceu 4,4% no trimestre. Mais uma vez, os segmentos exportadores contribuíram positivamente, com destaque para o complexo metalúrgico, não obstante a produção de outros segmentos importantes da cadeia industrial também apresentasse aumentos expressivos no período. Entre esses, assinalem-se os desempenhos de petroquímica básica e intermediária, 13,4%, e de vidro e artigos de vidro, 11,7%.

A fabricação de bens de capital apresentou expansão de 8,1% no trimestre, registrando-se desempenho heterogêneo entre os segmentos do setor. A expansão foi liderada por bens de capital agrícolas, 11,7%, e equipamentos de transporte, 7,7%, enquanto a produção de bens de capital destinados à construção declinou 3,5% no período. Observe-se que o crescimento de 9,9% na produção de bens de capital para a indústria, nesses últimos meses, sinaliza que as empresas retomaram o processo de reaparelhamento. Nesse sentido, a produção de bens de capital industriais seriados vem se expandindo desde agosto, registrando 12,2% no trimestre agosto-outubro em relação ao trimestre anterior,

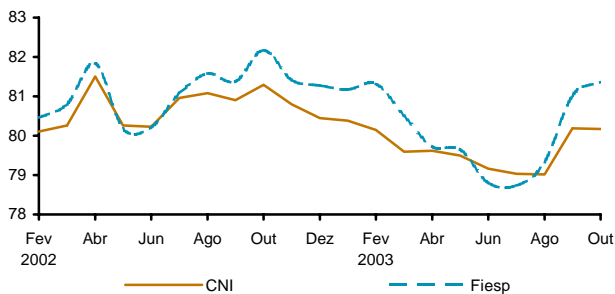
e a produção de bens de capital industriais não seriados registrou aumento de 11,5% em setembro e acomodação em outubro, quando recuou 1,5%, ante os meses imediatamente anteriores.

A análise da evolução recente do comércio externo envolvendo bens de capital constitui-se em elemento adicional à sustentabilidade da retomada dos investimentos. Nesse sentido, as importações de bens de capital aumentaram 24% no trimestre agosto-outubro, relativamente ao período anterior, enquanto as exportações de produtos dessa categoria cresceram 9%, na mesma base de comparação.

Sob o aspecto geográfico, embora haja diferenças nas taxas de crescimento associadas à distribuição dos gêneros industriais, nove das dez unidades da Federação pesquisadas pelo IBGE apresentaram retomada do nível de atividade no trimestre agosto-outubro em relação ao trimestre anterior. Destacaram-se no período o aumento da produção em Pernambuco, 19,9%, Minas Gerais, 6,6%, Rio Grande do Sul, 5,9%, e Paraná, 5,2%.

Utilização da capacidade instalada

Dados dessazonalizados
Percentual médio



Fonte: CNI e Fiesp

Deve-se notar que a recuperação observada nos últimos meses não implicou, de modo geral, risco de estrangulamento da capacidade produtiva, tendo em vista a existência de ociosidade em grande parte dos setores industriais. No terceiro trimestre, a utilização da capacidade instalada atingiu, em média, 79,6%, 1,8 p.p. abaixo do patamar assinalado no período correspondente em 2002, de acordo com a Confederação Nacional da Indústria (CNI). Dados da Fundação Getúlio Vargas (FGV), entretanto, apontaram comportamento distinto na mesma base de comparação, registrando avanço de 1,8 p.p.

As pesquisas, porém, convergem ao identificar aumento da utilização da capacidade instalada no terceiro trimestre ante o trimestre anterior, na série com ajuste sazonal. A despeito dessa elevação, a utilização média permanece inferior aos picos históricos em todas as categorias de uso. Ressalte-se que o aumento da utilização ocorreu, principalmente, nos setores de bens de consumo e de capital, que apresentavam níveis elevados de ociosidade. Os maiores níveis de utilização, de acordo com a FGV, seguem sendo observados na categoria de bens intermediários, em especial nos setores celulose, papel e papelão, 93,7%, metalurgia, 90,1%, borracha, 89,8%, e têxtil, 88,8%. Repetindo o ocorrido no segundo trimestre, o nível de utilização referente ao gênero produtos alimentares é o

Estoques na indústria de transformação^{1/}

Discriminação	2002		2003		
	III	IV	I	II	III
Indústria de transformação					
Produtos finais	51,7	49,7	53,4	56,3	54,6
Matérias-primas e intermediários	49,0	48,1	49,1	48,5	49,6
Grandes empresas					
Produtos finais	54,2	51,1	53,9	58,9	57,1
Matérias-primas e intermediários	51,7	49,3	51,9	52,6	52,9
Pequenas e médias empresas					
Produtos finais	50,4	48,9	53,2	54,9	53,2
Matérias-primas e intermediários	47,5	47,4	47,5	46,2	47,8

Fonte: CNI

1/ Valores acima de 50 significam estoque acima do planejado.

único que se encontra no maior patamar já registrado pela pesquisa, situando-se em 88,8%.

A Sondagem Industrial, realizada pela CNI em outubro, relatou melhora das condições da indústria no terceiro trimestre. Com relação aos estoques, os de matérias-primas encontram-se próximos ao nível desejado. Diante da esperada expansão da demanda, poderá ser iniciado movimento de recomposição dos estoques de insumos a partir do quarto trimestre, promovendo impulso adicional e virtuoso sobre a cadeia produtiva dos bens intermediários. Quanto aos estoques de produtos finais, a proporção de empresas com estoques excessivos ainda se mostrou elevada, mas os dados da CNI indicaram que houve ajustamento substancial dos níveis em relação aos observados no trimestre anterior.

A pesquisa Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, divulgada pela FGV, evidenciou a avaliação positiva do empresariado relativamente à evolução do nível de demanda, principalmente interna, e dos negócios, no terceiro trimestre. No período, a proporção de empresas com estoques excessivos superou a de empresas com insuficiência de estoques em 10 p.p., diferença que alcançava 19 p.p. no segundo trimestre, ratificando o ajuste parcial dos estoques de julho a setembro.

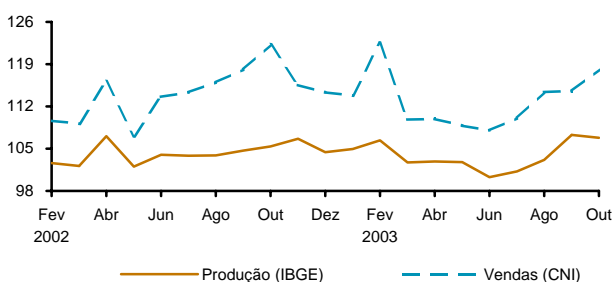
A recuperação da indústria refletiu-se nos indicadores de vendas industriais reais e de horas trabalhadas na produção. De acordo com a CNI, as vendas reais ampliaram-se em 6,2% no trimestre agosto-outubro ante o trimestre anterior, dados dessazonalizados, enquanto as horas trabalhadas na produção cresceram 2,2%. Para o estado de São Paulo, de acordo com a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), a progressão das vendas reais atingiu 6,6% e a das horas trabalhadas, 1,4%, na mesma base de comparação.

Em relação às expectativas empresariais, pesquisas realizadas ao término do terceiro trimestre indicaram maior otimismo quanto ao desempenho no final do ano. De acordo com a CNI, o empresariado está mais otimista em relação à situação da economia brasileira e à situação da própria empresa. Entre aqueles que registraram melhora mais expressiva nas expectativas, encontram-se setores direcionados para o mercado doméstico, evidenciando otimismo quanto às perspectivas de evolução da demanda interna.

Estatísticas divulgadas pela FGV corroboraram a visão favorável para os próximos meses. As respostas de

Produção e vendas industriais

Dados dessazonalizados
2000=100

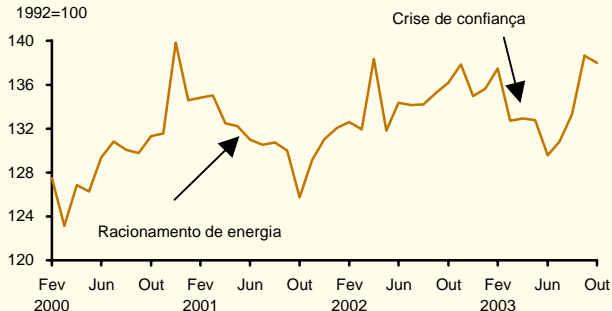


Fonte: IBGE e CNI

Aspectos da Retomada do Nível de Atividade Industrial

Produção industrial

Dados dessazonalizados
1992=100



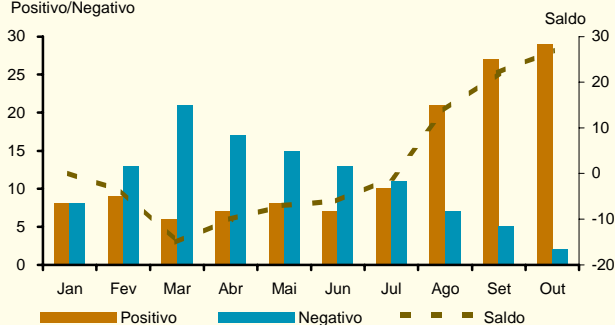
Fonte: IBGE

A atividade industrial iniciou trajetória ascendente em julho, alcançando novo patamar de produção neste último trimestre. O índice de produção física sazonalmente ajustado atingiu, em setembro, o segundo maior nível da série, inferior somente ao registrado em dezembro de 2000. Dois aspectos do processo recente de recuperação da indústria indicam a efetividade e a consistência da expansão: a difusão do movimento e a destinação do produto.

O primeiro aspecto é ilustrado pela evolução dos segmentos industriais. Alterações de sinal entre as médias móveis semestral e trimestral do índice de produção assinalam mudanças no comportamento dos segmentos e constituem um indicador de inversão de tendência para o setor. A análise dos 61 segmentos da classificação nível 100 da Pesquisa Industrial Mensal, do IBGE, revela a difusão dos resultados positivos e a tendência de crescimento da indústria.

Número de segmentos industriais

Positivo/Negativo



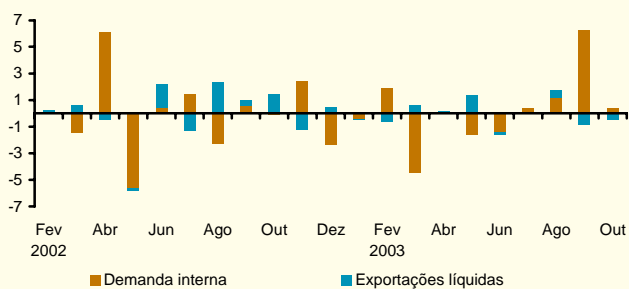
Fonte: IBGE

A partir de abril, o número de segmentos que apresentou variação negativa na média móvel semestral e variação positiva na média móvel trimestral – inversão positiva de tendência – cresceu continuamente, enquanto diminuiu o número daqueles que registraram comportamento oposto – inversão negativa de tendência. Esse movimento persistiu até que, a partir de agosto, os segmentos com tendência positiva passaram a superar os demais. A generalização entre os segmentos reflete a amplitude da expansão e a consistência da trajetória ascendente do setor industrial.

A análise da destinação do produto, por sua vez, mostra que, apesar da importância indiscutível das exportações, a retomada gradual da demanda interna tem desempenhado papel preponderante na

Contribuição na composição da taxa de crescimento – Indústria de transformação

Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE e Funcex

recente recuperação do setor industrial. A estimativa da contribuição do mercado interno e das exportações líquidas para a variação mensal da indústria de transformação mostra que, ao contrário do observado no primeiro semestre, quando sua participação foi marcadamente negativa, a demanda interna tem suportado os resultados do segundo semestre.

De fato, ao longo de 2002 e no primeiro semestre deste ano, a produção da indústria de transformação destinou-se, principalmente, ao atendimento do aumento das exportações e à substituição de importações. O desempenho do setor externo, portanto, evitou quedas mais acentuadas do índice de produção industrial. Entretanto, nos últimos meses, a redução do ritmo de crescimento das exportações industriais, combinada à retomada das importações, implicou contribuição menor ou negativa do setor externo para a taxa de variação mensal da indústria de transformação. Por outro lado, o mercado interno, impulsionado por expectativas favoráveis, reagiu intensamente à flexibilização das condições de crédito. Assim, a partir de julho de 2003, o crescimento tem-se apoiado no dinamismo da demanda interna.

A associação desses fatores – abrangência da expansão e recuperação da demanda interna – caracteriza, de modo inequívoco, o início do ciclo de crescimento na indústria. Esse processo tende a se consolidar à medida que se observa a recuperação dos investimentos – os resultados positivos recentes da produção de bens de capital e da indústria de construção civil são indicativos desse movimento – e dos indicadores do mercado de trabalho.

empresários às expectativas em relação ao comportamento da demanda no quarto trimestre são as melhores para esta época do ano, desde 1999. Adicionalmente, as previsões quanto à produção são favoráveis, porém menos otimistas, expressando, além do componente sazonal, o prosseguimento do movimento de ajuste de estoques.

As previsões do empresariado sobre o emprego industrial surpreenderam. A despeito do padrão sazonal, segundo o qual a indústria tende a reduzir o número de empregados no quarto trimestre do ano, a proporção de empresas que pretende contratar supera a daquelas que têm intenção de demitir.

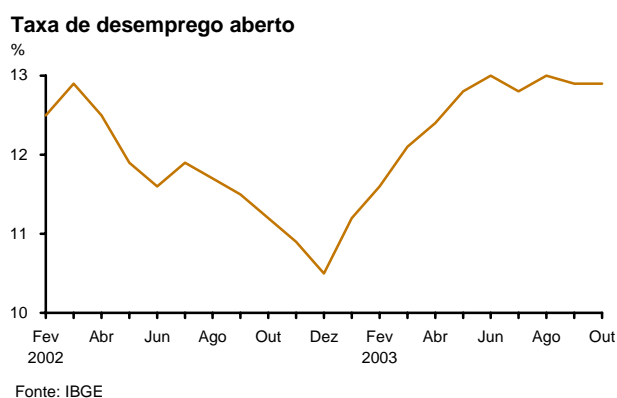
A trajetória ascendente da indústria, porém, deverá ser gradual. A realização de novos investimentos e a melhora das condições do mercado de trabalho, com o incremento da renda real na margem – pela incorporação dos ganhos provenientes do controle da inflação e dos dissídios salariais, assim como pela ampliação do número de ocupados – são condições, que já vêm sendo observadas, necessárias para consolidar o crescimento.

1.3 Mercado de trabalho

Emprego

Após apresentar crescimento contínuo no primeiro semestre, a taxa de desemprego aberto estabilizou-se em torno de 13% a partir de junho, situando-se em 12,9% em setembro e em outubro, segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE, que abrange seis regiões metropolitanas. Considerando o período de março a outubro, a População Economicamente Ativa (PEA) cresceu, em média, 5,7% em relação aos meses correspondentes em 2002. Dessa expansão, merece destaque a participação de pessoas com idade a partir de 50 anos, cerca de 28%, logo a seguir, o grupo com idades entre 25 e 49 anos, com 57%. Ressalte-se também a participação feminina no mercado de trabalho, que vem aumentando no mesmo período.

Também em relação a 2002, a criação de postos de trabalho vem ocorrendo em ritmo decrescente. Após alta de 18,4% no acumulado até março, esse percentual tem diminuído continuamente, atingindo 7,3% em outubro. Esse comportamento foi verificado em todas as categorias, registrando-se recuos de 17,5% para 5,8% em empregados com carteira assinada, de 19,8% para 10,9% no segmento sem carteira e de 20,8% para 11,8% no de trabalhadores



Ocupação por categoria ocupacional

Discriminação	Em milhões de pessoas				
	2003				
	Jun	Jul	Ago	Set	Out
Total de ocupados	18,3	18,3	18,5	18,7	18,6
Categoria ocupacional					
Com carteira assinada	8,1	8,1	8,1	8,2	8,2
Sem carteira assinada	4,0	3,9	4,1	4,2	4,1
Trabalhadores não remunerados, militares e funcionários estatutários	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Por conta própria	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8
Empregadores	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Fonte: IBGE

Evolução do emprego formal

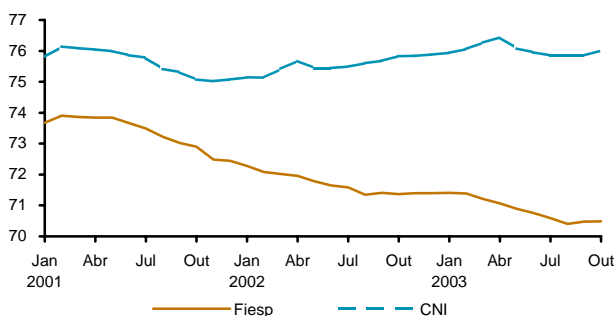
Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2003			
	I Sem	III Tri	Out	No Ano
Total	560,9	278,8	70,9	910,5
Indústria de transformação	128,0	82,5	16,2	226,7
Comércio	61,3	67,4	36,4	165,2
Serviços	160,7	105,2	32,4	298,4
Construção civil	-20,6	13,5	4,0	-3,0
Agropecuária	205,6	5,7	-20,2	191,1
Serviços ind. de util. pública	2,1	0,1	0,3	2,5
Outros ^{1/}	23,7	4,2	1,8	29,7

Fonte: Ministério do Trabalho e Emprego

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

Emprego industrial

Dados dessazonalizados
1992=100



por conta própria. A comparação do número de empregos criados em outubro deste ano e em igual mês de 2002, por categoria, evidencia a continuidade da tendência de informalização do mercado de trabalho. Nesse sentido, o número de novos postos de trabalho cresceu 7% e 6,2% nos segmentos sem carteira e conta própria, nessa ordem, e apenas 0,3% no segmento com carteira assinada.

Segundo o levantamento do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), com abrangência nacional, houve expansão de 162 mil vagas no segmento emprego com carteira assinada em setembro, a maior observada no ano, e de 71 mil em outubro. Nos dez primeiros meses do ano, foram criados 911 mil postos de trabalho, total 11,1% inferior ao registrado em igual período de 2002, ano em que se registrou o nível mais alto da série. No período, o setor de serviços respondeu pela maior geração de vagas, cerca de 300 mil, seguindo-se a indústria de transformação, 227 mil, e a agropecuária, 191 mil. O comércio também apresentou desempenho positivo, com a criação de 165 mil novos postos de trabalho, enquanto a construção civil, cuja produção registrou a queda mais acentuada desde 1996, apresentou número de desligamentos superior ao de contratações, com saldo negativo de 3 mil postos. Ressalte-se, entretanto, que esse movimento concentrou-se no primeiro trimestre, haja vista que, de abril a outubro, as contratações no setor superaram as demissões em 23 mil vagas.

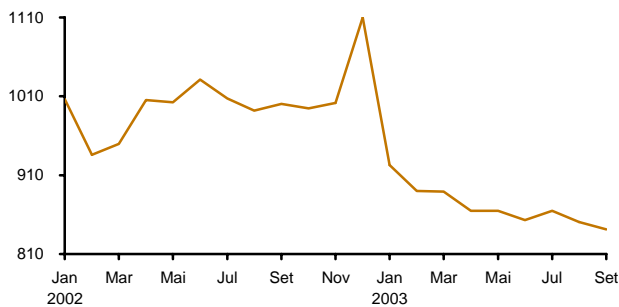
Em relação ao mercado de trabalho no segmento industrial, levantamento da CNI junto a Federações de Indústrias em doze estados mostrou reversão da tendência de queda do emprego entre julho – quando registrou-se variação mensal de -0,1% – e outubro quando ocorreu expansão mensal de 0,2%, dados dessazonalizados. Esse comportamento espelha o desempenho recente do setor industrial. O número de ocupados mantém variação acumulada no ano positiva, apresentando, contudo, taxas decrescentes desde o início de 2003. Em fevereiro, esse percentual correspondia a 1,1%, passando para 0,7% em outubro.

Para a indústria paulista, dados da Fiesp, dessazonalizados, assinalaram interrupção da tendência de queda da ocupação, observada de janeiro a agosto. Em setembro, o nível de emprego cresceu 0,1% e, em outubro, manteve-se estável. No acumulado do ano, observa-se redução de 1,2% no nível de emprego industrial. Pesquisa com os sindicatos patronais do Estado mostrou criação líquida positiva de 12,1 mil vagas em setembro e em outubro, após cinco meses de quedas consecutivas.

Rendimentos

Rendimento médio real

Em R\$ a preços de setembro, deflacionado pelo INPC



Fonte: IBGE

Conforme a PME, os trabalhadores das seis regiões metropolitanas experimentaram redução de rendimentos reais em 2003, não obstante as negociações salariais mais favoráveis observadas no segundo semestre. Em setembro, a perda acumulada no ano atingiu 12,2%, e, comparativamente ao patamar de setembro de 2002, alcançou 15,9%. No início do segundo semestre, a análise mensal indicava relativa recuperação do poder aquisitivo dos salários, movimento associado, fundamentalmente, à redução acentuada da inflação em junho. Entretanto, esse comportamento não se repetiu nos meses seguintes, observando-se quedas sequenciais. Assim, o grupo de trabalhadores por conta própria experimentou a redução acumulada no ano mais acentuada, de 20,2%, seguido dos trabalhadores com carteira, 8,2%, e dos trabalhadores sem carteira, 6,6%.

Na primeira metade do ano, predominava ambiente de incertezas na economia, cenário que concorreu para correções salariais abaixo do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) em 54,4% das negociações analisadas, em âmbito nacional, pelo Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Sócio-Econômicos (Dieese). No segundo semestre, com o cenário econômico apresentando sinais de retomada do nível de atividade, os dissídios foram mais favoráveis para os trabalhadores, registrando-se nas principais categorias do país, à exceção dos bancários, reajustes iguais ou superiores ao INPC acumulado em doze meses.

Em São Paulo, de acordo com estatísticas da Fiesp, e utilizando-se como deflator o Índice de Preços ao Consumidor da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (IPC-Fipe), o salário real médio pago na indústria elevou-se 0,6% em outubro. Considerando-se o resultado acumulado no ano, registrou-se, em outubro, queda de 1,6% do salário médio real. No que se refere à massa salarial, houve recuo de 2,8% nos dez primeiros meses do ano, resultado acumulado mais favorável assinalado em 2003.

Na indústria, a massa salarial deflacionada pelo IPCA, calculada pela CNI, cresceu 2,3% no terceiro trimestre, em relação ao patamar do período antecedente, evidenciando ganhos em dissídios de importantes categorias do setor. No mesmo sentido, o resultado de outubro seguiu sinalizando recuperação da massa salarial, assinalando crescimento de 0,6% no mês, consideradas as séries dessazonalizadas. No ano, a redução da massa salarial

Salários médios reais e massa salarial real na indústria de transformação

Discriminação	Variação % acumulada no ano									
	2003									
	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out		
CNI										
Massa salarial real	-6,6	-6,9	-7,0	-6,7	-6,5	-6,1	-5,9	-5,6		
Fiesp										
Massa salarial real	-3,5	-3,9	-3,9	-3,6	-3,4	-3,2	-3,0	-2,8		
Salário médio real	-2,4	-2,8	-2,8	-2,5	-2,3	-2,0	-1,8	-1,6		

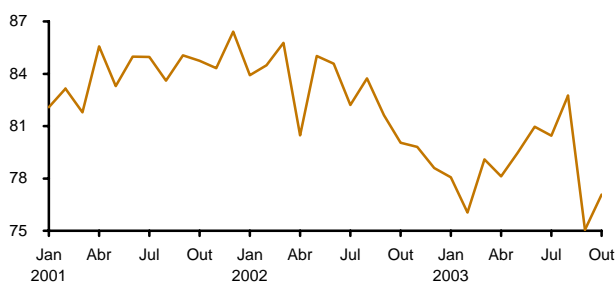
Fonte: CNI e Fiesp

atingiu 5,6%, ocorrendo com maior intensidade no Rio de Janeiro, 7,6%, e em Minas Gerais, 8,1%.

Custo Unitário do Trabalho e produtividade

Custo Unitário do Trabalho

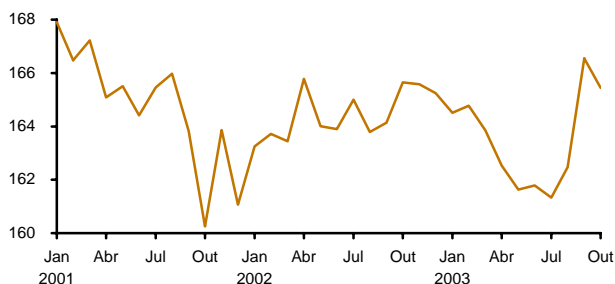
Dados dessazonalizados
1992=100



Fonte: IBGE, CNI e Banco Central do Brasil

Produtividade

Dados dessazonalizados
1992=100



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

O Custo Unitário do Trabalho (CUT), entendido como a relação entre a massa salarial real, divulgada pela CNI, e a produção física da indústria de transformação apresentou, segundo o IBGE, crescimento mensal de 2,7% em outubro, na série ajustada sazonalmente. No trimestre agosto-outubro, entretanto, o indicador registrou queda de 2,5%, em relação ao patamar assinalado no trimestre anterior, dados ajustados sazonalmente. A intensificação do ritmo produtivo a partir de julho favoreceu o decréscimo do custo do trabalho.

A produtividade da indústria de transformação, medida pela razão entre o índice da produção física do setor, dados da PIM-PF do IBGE, e as horas trabalhadas na produção, divulgadas pela CNI, apresentou crescimento de 2% no trimestre terminado em outubro, ante o trimestre imediatamente anterior, na série dessazonalizada. No ano, a produtividade retraiu-se 0,5% até outubro. Por estados, as altas mais expressivas seguem sendo observadas no Espírito Santo e no Rio de Janeiro, com elevações de 16,3% e de 7%, respectivamente. As maiores quedas na produtividade ocorreram nas indústrias da Bahia e de Santa Catarina, 7,8% e 5,7%, nessa ordem.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 0,4% no terceiro trimestre, em relação ao período anterior, de acordo com o IBGE, considerada a série com ajuste sazonal. Esse resultado frustrou, em parte, as expectativas para o período, haja vista que indicadores setoriais apontavam expansão mais elevada. A diferença entre tais expectativas e o resultado deve ser atribuída, principalmente, ao efeito final do processo de revisão das séries das Contas Nacionais e ao resultado do setor primário, com variação dessazonalizada de -6,7%.

O IBGE promove, anualmente, por ocasião da publicação dos resultados do PIB referentes ao terceiro trimestre, revisões nos resultados anteriores, objetivando incorporar estatísticas não disponíveis à época da divulgação original e eventuais modificações de ordem metodológica. Em decorrência desse procedimento, o crescimento do PIB

em 2002 passou de 1,5% para 1,9%, e o acumulado no primeiro semestre de 2003, de 0,3% para 0,4%. O ajuste, no semestre, refletiu a incorporação de resultados mais favoráveis para a agropecuária, expansão de 8,8% contra estimativa anterior de 5,7%, e, para o setor industrial, declínio de 0,2% em vez de 0,5%. No setor de serviços, a alteração não foi relevante.

As alterações de ordem metodológica desfavoreceram, entretanto, o resultado dessazonalizado no terceiro trimestre. Essas alterações implicaram revisões expressivas das séries em quatro subsectores do setor de serviços. As mudanças foram, sucintamente, as seguintes:

- Comunicações – Além dos Correios e da Telefonia Fixa, incluiu-se a Telefonia Móvel. O procedimento adotado no cálculo de volume da telefonia móvel é baseado no deflacionamento da receita operacional líquida do setor, pelo item telefonia móvel do IPCA. Ao adotar-se esse procedimento, incorpora-se no indicador de volume da telefonia móvel não apenas o uso dos telefones, como também a parcela dos serviços prestados pela telefonia móvel;
- Outros serviços – O índice de volume de produção relativo à saúde mercantil, um dos seus componentes, passou a considerar o total dos dias de permanência em internação em vez do tempo médio de permanência, possibilitando, com isso, a incorporação do ganho de produtividade do setor. Além disso, o índice de volume dos serviços prestados às empresas passou a ser calculado pela respectiva demanda, em vez de por subsectores do emprego formal (Cadastro Geral de Empregados e Desempregados – Caged) que vinham sendo tomados como *proxy*;
- Aluguéis – Abrange o aluguel efetivo e o aluguel imputado, com participações de 30% e 70%, respectivamente. Por sua vez, a participação do aluguel residencial no aluguel efetivo é da ordem de 60%. O aluguel imputado é calculado a partir dos dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) do IBGE – projeção, com base no comportamento observado em anos anteriores, do número de domiciliados em casa própria. O aluguel efetivo é calculado tomando o crescimento médio da economia para o componente “intermediários” e o número de

imóveis residenciais alugados, segundo dados da PNAD, para o segmento residencial. A alteração feita a partir deste trimestre refere-se ao indicador de volume da variação nos aluguéis residenciais efetivos, que passou a considerar os tipos de imóveis alugados, quando anteriormente considerava apenas a quantidade de imóveis alugados. O cálculo resulta da média ponderada das variações do número de imóveis por classe de renda, tendo como ponderação o valor total pago na respectiva classe. As classes de aluguel consideradas, em número de salários mínimos, foram: até 1, de 1 a 2, de 2 a 3, de 3 a 5, de 5 a 10, de 10 a 20 e mais de 20 salários mínimos;

- Administração pública – O componente saúde pública deste subsetor passou a considerar o total de horas de internação em vez do tempo médio das internações, assim como a saúde mercantil.

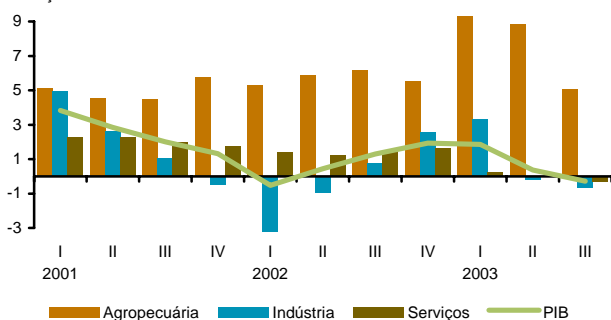
Produto Interno Bruto

Discriminação	Trimestre/trimestre anterior com ajuste sazonal				
	2002		2003		
	III	IV	I	II	III
PIB a preços de mercado	0,9	0,2	-0,8	-1,2	0,4
Agropecuária	2,7	0,4	4,2	0,4	-6,7
Indústria	1,1	1,3	-2,0	-3,7	2,7
Serviços	0,7	-0,1	-0,7	-0,2	0,1

Fonte: IBGE

Produto Interno Bruto

Variação % acumulada no ano



Fonte: IBGE

Produto Interno Bruto

Variação percentual

Discriminação	2002					2003		
	III	IV	I	II	III	I	II	III
Acumulado no ano	1,3	1,9	1,9	0,4	-0,3			
Acumulado em 4 trimestres	0,8	1,9	2,5	1,9	0,7			
Trimestre/igual trimestre								
do ano anterior	3,0	3,9	1,9	-1,1	-1,5			
Trimestre/trimestre anterior								
com ajuste sazonal	0,9	0,2	-0,8	-1,2	0,4			

Fonte: IBGE

Considerando os resultados setoriais no terceiro trimestre, a retração de 6,7% da agricultura, após ajuste sazonal, deve ser atribuída, em grande parte, à quebra da safra de café, cujo resultado, pelo sistema de apropriação das Contas Nacionais Trimestrais, repercutiu no terceiro trimestre. Além disso, pesou também para a acentuada variação negativa o crescimento excepcional da sojicultura, que elevou, sobremaneira, o resultado do segundo trimestre.

No setor industrial, confirmando o comportamento de indicadores mensais de nível de atividade, registrou-se alta de 2,7% no trimestre. Ao se considerarem os diferentes segmentos da indústria, o desempenho no período mostrou crescimento generalizado. A atividade extrativa mineral cresceu 2,2%, a indústria de transformação, 1,9%, ressaltando-se que a abertura por gêneros mostra desempenho favorável em praticamente todos os segmentos, quer voltados ao comércio exterior, quer direcionados para o mercado interno; a construção civil expandiu-se 0,2%. O setor de serviços, após três trimestres seguidos de queda, cresceu 0,1% no terceiro trimestre de 2003, ante o resultado referente ao trimestre imediatamente anterior.

Considerando os nove primeiros meses de 2003, comparativamente a igual período de 2002, o PIB decresceu 0,3%. Tal resultado ainda refletiu a redução da demanda interna no primeiro semestre, decorrente das condições de crédito adversas e da perda de rendimentos reais, apenas parcialmente compensada pelo desempenho do comércio exterior. Nesse contexto, e ainda considerando a mesma

Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação acumulada no ano				
	2002		2003		
	I Sem	Ano	I Tri	II Tri	III Tri
Agropecuária	5,9	5,5	10,6	8,8	5,1
Indústria	-1,0	2,6	3,3	-0,2	-0,7
Extrativa mineral	9,3	6,7	4,3	1,8	2,1
Transformação	0,8	3,6	3,9	1,0	0,7
Construção civil	-6,8	-1,9	-0,9	-6,0	-7,7
Serviços ind. de utilid. pública	-5,4	3,0	8,1	3,1	2,5
Serviços	1,3	1,6	0,2	0,0	-0,3
Comércio	-1,5	-0,2	-0,2	-2,0	-3,4
Transporte	4,1	3,4	-4,0	-2,3	-1,6
Comunicações	9,8	9,8	2,4	2,7	1,4
Instituições financeiras	0,3	2,1	2,2	1,1	0,1
Outros serviços	0,8	1,1	-0,1	-1,0	-0,6
Aluguel de imóveis	0,7	0,6	0,4	0,6	0,6
Administração pública	1,8	1,7	0,2	0,6	0,5
Dummy financeiro	-0,7	2,3	4,4	1,7	0,6
Valor adicionado a preços básicos	0,9	2,3	2,0	0,6	0,0
Impostos sobre produtos	-3,4	-0,8	0,5	-1,8	-2,4
PIB a preços de mercado	0,4	1,9	1,9	3,6	-0,3

Fonte: IBGE

base de comparação, o consumo das famílias e a formação bruta do capital fixo registraram quedas de 4,2% e de 7,2%, respectivamente. As exportações cresceram 15,8% no período, enquanto as importações reduziram-se em 5,8%.

Os resultados acumulados no ano, por setores, também refletiram a evolução dos componentes da demanda. A agropecuária, cuja produção vem sendo impulsionada pelas exportações, constituiu-se no único setor a apresentar taxa de variação positiva, 5,1%, decorrente de acréscimos praticamente generalizados da produção de grãos e de outras culturas, bem como do aumento da produção da pecuária. A atividade industrial decresceu 0,7%, na mesma base de comparação, influenciada, principalmente, pelo comportamento negativo da indústria da construção civil, único segmento do setor secundário com resultado negativo, de 7,7%. Os demais subsetores apresentaram expansão, destacando-se o aumento de 2,5% nos serviços industriais de utilidade pública, grupo constituído, basicamente, pela geração de energia elétrica, reflexo, ainda, da fraca base de comparação dos primeiros nove meses de 2002. A produção extrativa mineral cresceu 2,1%, influenciada, principalmente, pelo incremento de 2,7% na produção de petróleo. A produção da indústria de transformação elevou-se 0,7%, resultante do arrefecimento de setores voltados para o mercado interno (automóveis, utilitários, caminhões e ônibus e material elétrico e de comunicações) e de expansões em setores voltados para a exportação (siderurgia, celulose e mecânica).

O setor de serviços decresceu 0,3% nos primeiros nove meses, comparativamente a igual período de 2002, decorrência, em parte, das taxas negativas de 3,4% e de 1,6%, respectivamente, associadas aos segmentos comércio e transportes, influenciadas pelo desempenho desfavorável dos demais setores. O segmento outros serviços também apresentou queda, de 0,6%, enquanto comunicações, aluguéis, administração pública e instituições financeiras, apresentaram crescimentos respectivos de 1,4%, 0,6%, 0,5% e 0,1%.

Para 2003, estima-se o crescimento do PIB em 0,3% (ver boxe Estimativas para a Evolução do PIB). Esse percentual, inferior ao apresentado no último "Relatório de Inflação", em setembro de 2003, de 0,6%, evidencia, basicamente, as revisões das séries das Contas Nacionais Trimestrais.

Estimativas para a Evolução do PIB

O PIB em 2003

A divulgação das Contas Nacionais referentes ao terceiro trimestre de 2003 incluiu alterações resultantes das revisões da série de dados, bem como de mudanças metodológicas. Em consequência, a taxa de crescimento real do PIB em 2002, avaliada inicialmente em 1,5%, alcançou 1,9%, elevando a base de comparação de 2003. Outra implicação, decorrente da alteração de metodologia, refere-se à redução das taxas de expansão em segmentos com participações relevantes na composição do PIB. A variação de 2,6% do subsetor Outros serviços no primeiro semestre, por exemplo, reverteu-se em queda de 1%, enquanto o crescimento de 1,6% observado no item Aluguéis foi reduzido para 0,6%, na mesma base de comparação.

Em função dessas mudanças metodológicas e de outros indicativos de nível de atividade, a estimativa de crescimento do PIB para 2003 foi revisada para 0,3%, percentual resultante de crescimentos de 4,9% no setor agropecuário, de 0,2% no setor de serviços, e de estabilidade do setor industrial.

Pela ótica da demanda, a variação do PIB será sustentada pelo comércio exterior, com expansão das exportações próxima a 16,5% e relativa estabilidade das importações. A demanda interna deverá registrar significativa retração, apesar da recuperação verificada no segundo semestre, com quedas maiores nos investimentos, decorrente dos impactos da crise de transição, principalmente no primeiro semestre, e do consumo das famílias, refletindo a redução dos salários reais.

Ressalte-se que a previsão para 2003 considera aceleração econômica nos últimos três meses do ano em relação ao trimestre anterior, da ordem de 2,5%, após ajuste sazonal.

O PIB em 2004

Perspectivas setoriais sinalizam expansão de 3,5% do PIB no próximo ano, sustentada pela recuperação da demanda interna, haja vista a continuidade dos efeitos da flexibilização da política monetária, da recuperação das expectativas e, gradativamente, dos rendimentos reais. Associe-se ainda, como fator favorável, o efeito estatístico decorrente da base de comparação deprimida, com recuperação significativa apenas no último trimestre de 2003.

Por setores, estima-se expansão de 5,2% na agropecuária, resultante das variações previstas nos primeiros levantamentos para a próxima safra, realizados pelo IBGE e pela Conab. Nesse sentido, ressalte-se o aumento previsto na segunda estimativa da Conab para a próxima safra de grãos, de 5,5%, com destaque para o crescimento de 12,6% na sojicultura. Contribui ainda para essa previsão do setor primário a tendência de expansão verificada pela atividade pecuária nos últimos anos.

No setor secundário, a expansão da indústria de transformação prevista para 2004 resulta da consolidação da retomada do crescimento observada a partir do terceiro trimestre deste ano. Além do aumento previsto para a produção em segmentos importantes, como o automobilístico, o de eletrodomésticos e o de bens de capital, como se depreende da conjuntura setorial atual, espera-se a repercussão do crescimento econômico sobre a demanda de bens de consumo não duráveis.

O setor de serviços deverá registrar expansão, influenciada pelo crescimento da indústria e da agropecuária, que tendem a repercutir em segmentos como comércio, transportes, outros serviços (sobretudo serviços prestados às empresas) e instituições financeiras.

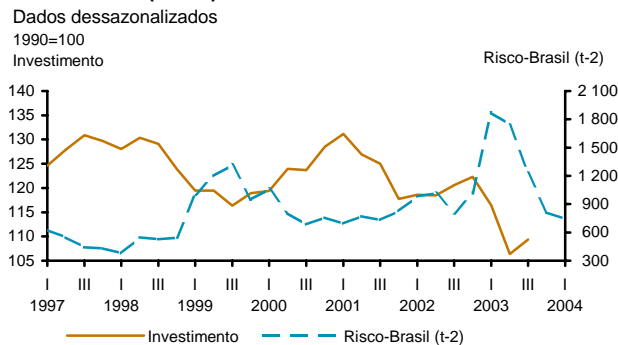
PIB – Crescimento acumulado no ano (%)

	2003				2004
	1º trim	2º trim	3º trim	4º trim	
Agropecuária	10,6	8,8	5,1	4,9	5,2
Indústria					
Extrativa mineral	4,3	1,8	2,1	3,7	6,9
Transformação	3,9	1,0	0,7	1,5	4,4
Construção	-0,9	-6,0	-7,7	-7,7	4,4
Siup	8,1	3,1	2,5	3,7	6,0
Total	3,3	-0,2	-0,7	0,0	4,8
Serviços					
Comércio	-0,2	-2,0	-3,4	-1,7	3,3
Transporte	-4,0	-2,3	-1,6	-0,2	3,5
Comunicações	2,4	2,7	1,4	1,8	3,6
Inst. financeiras	2,2	1,1	0,1	0,5	3,3
Outros serviços	-0,1	-1,0	-0,6	-0,2	2,4
Aluguéis	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Governo	0,2	0,6	0,5	0,6	1,1
Total	0,2	0,0	-0,3	0,2	2,1
Valor adicionado a preços básicos	2,0	0,6	0,0	0,5	3,3
Impostos sobre produtos	0,5	-1,8	-2,4	-0,9	5,0
PIB a preços de mercado	1,9	0,4	-0,3	0,3	3,5

Finalmente, pela ótica da demanda, deve-se frisar que, contrariamente ao observado nos últimos anos, a contribuição do comércio exterior deverá ser negativa. A expansão esperada para a economia brasileira em 2004 deverá impor forte crescimento das importações, sobretudo de bens intermediários, ao mesmo tempo em que tenderá a reduzir o dinamismo que vem sendo apresentado pelas exportações, em 2003.

1.5 Investimentos

Investimento (FBCF) e risco-Brasil



Fonte: IBGE e JP Morgan

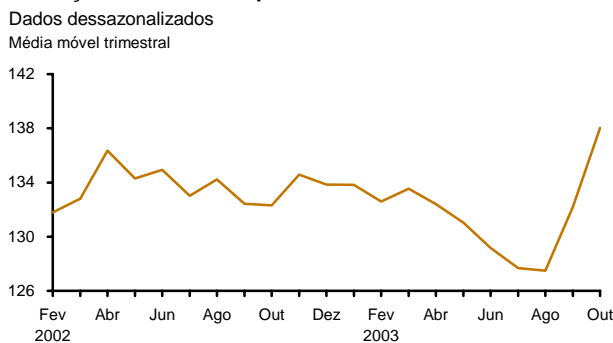
Indicadores de investimento

Discriminação	Variação % acumulada no ano				
	2002	2003			
		I Tri	II Tri	III Tri	Out
Bens de capital					
Absorção ^{1/}	-7,1	-8,4	-14,3	-15,5	-12,3
Produção	-1,0	0,5	-2,0	-1,4	-0,5
Importação	-18,1	-28,1	-30,3	-31,7	-24,4
Exportação	-5,9	-15,4	2,6	9,4	11,4
Insumos da construção civil	-2,7	-1,9	-6,7	-8,1	-8,5
Financiamentos do BNDES	48,4	-9,4	-31,7	-23,0	-23,4

Fonte: IBGE, Funcex e BNDES

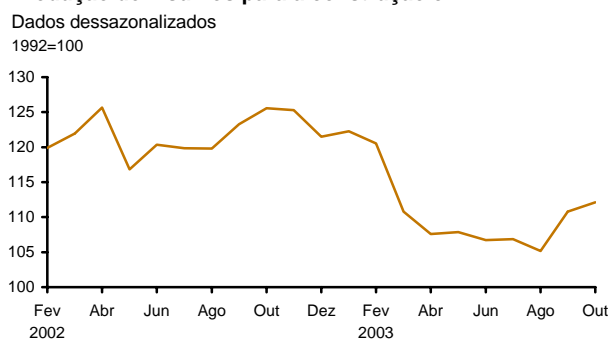
1/ Produção + importação - exportação.

Produção de bens de capital



Fonte: IBGE

Produção de insumos para a construção civil



Fonte: IBGE

Os investimentos mostraram crescimento no terceiro trimestre, revertendo a trajetória de queda delineada no primeiro semestre do ano. Esse comportamento vinha sendo sinalizado por indicadores antecedentes, conforme mencionado no último "Relatório de Inflação", entre eles o risco-Brasil, medido pelo *Emerging Market Bond Index Plus* (Embi+), que indicava o restabelecimento do ambiente econômico, após o impacto sobre a confiança dos investidores, decorrente da crise de transição. O crescimento dos investimentos no período foi, entretanto, discreto naquele período, haja vista o caráter ainda incipiente da recuperação econômica e os elevados níveis de ociosidade da capacidade produtiva em grande parte dos setores industriais.

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, divulgadas pelo IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, cresceram 2,8% no terceiro trimestre, ante o resultado do período anterior, considerada a série com ajuste sazonal. Indicadores da formação bruta de capital fixo, com periodicidade mensal, antecipavam esse desempenho. Mantida a mesma base de comparação, a produção de bens de capital elevou-se 1,9%, as exportações e as importações dessa categoria expandiram 5,8% e 5,1%, respectivamente, e a produção de insumos da construção aumentou 0,2%.

Apesar do crescimento no terceiro trimestre, os gastos com investimentos registraram queda expressiva no ano, ao atingir 7,2% até o terceiro trimestre. Tal desempenho é resultado de retrações de 15,5% na absorção de máquinas e equipamentos e de 8,1% na atividade de construção, no período.

Dados de outubro indicam a continuidade da recuperação dos investimentos. Considerando o comportamento dos indicadores no mês, em relação a setembro, após o ajustamento sazonal, verificaram-se variações de 1,2% na produção de insumos da construção civil e de 22% na absorção de bens de capital. No ano, esses indicadores acumularam, até outubro, quedas de 8,5% e de 12,3%, respectivamente.

A análise de dados desagregados da produção de bens de capital revela que a queda no ano, até outubro, não foi generalizada. A produção de máquinas e tratores para o setor agrícola aumentou 25,1% e a de peças agrícolas, 10,9%; o segmento produtor de bens industriais seriados registrou expansão de 15,5%, destacando-se a produção de motores a diesel, destinados tanto para exportação como para o setor agrícola.

Produção de bens de capital

Discriminação	Variação percentual			
	2003			
	Jul	Ago	Set	Out
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}				
Bens de capital	-3,6	-2,7	2,3	8,1
Industriais	-8,3	-4,0	1,0	9,9
Seriados	-8,6	-4,2	1,4	12,2
Não seriados	-7,8	-6,0	-4,3	-3,2
Agrícolas	19,6	14,7	12,7	11,7
Peças agrícolas	6,5	4,6	2,0	6,4
Construção	-7,3	-17,0	-10,2	-3,5
Energia elétrica	-12,5	-7,3	-2,4	2,3
Transportes	-4,2	-0,1	4,7	7,7
Misto	-6,6	-6,3	0,8	8,5
No ano				
Bens de capital	-2,6	-2,6	-1,4	-0,5
Industriais	8,8	8,6	8,8	8,6
Seriados	15,5	15,6	15,7	15,5
Não seriados	-15,5	-17,0	-17,1	-17,6
Agrícolas	23,5	25,0	25,8	25,1
Peças agrícolas	8,8	9,6	10,5	10,9
Construção	-21,7	-22,8	-21,5	-21,1
Energia elétrica	-34,8	-34,0	-31,1	-28,2
Transportes	-0,2	-1,5	-0,5	-0,1
Misto	-6,9	-7,7	-7,2	-6,0

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Produção de autoveículos

Discriminação	Variação percentual				
	2003				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov*
Mês ^{1/}					
Máquinas agrícolas	-5,1	10,5	0,0	0,6	0,0
Ônibus	11,9	-9,1	28,1	16,8	12,0
Caminhões	4,3	2,5	9,7	1,6	13,2
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}					
Máquinas agrícolas	9,2	10,3	6,7	9,0	5,4
Ônibus	3,2	8,6	19,1	24,2	44,4
Caminhões	-10,6	0,2	7,8	13,8	19,3
No ano					
Máquinas agrícolas	11,9	13,6	13,7	13,0	13,6
Ônibus	4,1	5,2	8,2	13,3	17,7
Caminhões	7,5	8,6	10,1	11,0	12,5

Fonte: Anfavea

1/ Dados dessazonalizados.

* Preliminar.

Os indicadores da indústria de bens de capital mecânicos, divulgados pela Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos (Abimaq), refletiram a queda dos investimentos em 2003. Considerando os primeiros dez meses de ano, comparativamente a igual período de 2002, registrou-se redução de 1,6% na utilização da capacidade instalada do setor e recuo de 16,7 para 16,1 no número médio de semanas para o atendimento de pedidos em carteira. O faturamento real das empresas vinculadas à entidade – deflacionado pelo Índice de Preços por Atacado – Oferta Global – Produtos Industriais (IPA-OG-PI), máquinas e equipamentos industriais – apresentou queda de 17,2% até outubro. Ressalte-se que as exportações de máquinas e equipamentos, tendo como destinos principais Estados Unidos e Argentina, cresceram 32,6% no período.

Dados divulgados pela Anfavea corroboram o comportamento das atividades ligadas ao setor agropecuário. A produção de máquinas agrícolas cresceu 13,6% no ano, até novembro, ante igual período de 2002, influenciada principalmente pelas expansões de 37,3% e de 15,7% nas produções de colheitadeiras e de tratores de rodas, respectivamente. Na mesma base de comparação, a produção de caminhões cresceu 12,5%.

Segundo o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os desembolsos do Sistema BNDES – BNDES, Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESPar) – somaram R\$22,2 bilhões nos primeiros dez meses de 2003, valor 23,4% inferior ao concedido em igual período de 2002. Por setores de atividade, registraram-se decréscimos nominais nos financiamentos concedidos à indústria extrativa, 55,3%, à indústria de transformação, 35,5% e ao comércio, 16,6%. Os desembolsos destinados à agropecuária cresceram 4,7%.

A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), custo básico para os financiamentos contratados junto ao sistema BNDES, manteve-se em 12% a.a. a partir de abril de 2003. No final de setembro, a taxa foi reduzida para 11% a.a., a vigorar no último trimestre de 2003.

1.6 Conclusão

O aumento do nível de atividade observado no final do terceiro trimestre e no início do quarto, constitui, inequivocamente, um processo de retomada do crescimento econômico, haja vista a disseminação desse movimento entre

Desembolsos do Sistema BNDES^{1/}

Discriminação	Acumulado no ano (em R\$ milhões)				
	2002	2003			
		I Tri	II Tri	III Tri	Out
Total	37 419	5 495	11 000	18 970	22 211
Indústria de transformação	17 178	2 500	4 578	7 587	9 009
Comércio e serviços	15 482	2 397	4 779	8 274	9 471
Agropecuária	4 509	560	1 582	3 021	3 638
Indústria extrativa	250	38	62	88	93

Fonte: BNDES

1/ Compreende o BNDES, Finame e BNDESpar.

os diferentes ramos produtivos, conforme evidenciado pelos dados da atividade industrial, bem como o patamar da expansão observada nos últimos meses.

O aumento do volume de financiamentos, associado à flexibilização da política monetária e à melhoria das expectativas econômicas, constituiu-se no principal determinante da expansão da demanda nos últimos meses, favorecendo acentuadamente as vendas de eletrodomésticos e veículos. Ressalte-se que esse processo é característico de períodos de retomada.

As condições de crédito e a evolução das expectativas, traduzidas também na redução do risco-Brasil, foram ainda preponderantes para a reversão da tendência declinante dos investimentos, iniciada no terceiro trimestre do ano. Esse comportamento sinaliza a iniciativa do setor produtivo para o reaparelhamento da máquina produtiva, *vis à vis* a perspectiva favorável de crescimento sustentado. Indicadores antecedentes mostram que esse comportamento tende a se acentuar no último trimestre do ano.

Externamente, a conjuntura internacional favorável e a previsão de crescimento significativo da economia mundial em 2004 sinalizam a continuidade de expansão das exportações, seguindo, ainda, a tendência de diversificação da pauta e de ampliação do número de parceiros comerciais.

Considerando, ainda, aspectos da demanda, assinala-se que o processo de retomada de crescimento deverá encontrar sustentação à medida que se consolidam os efeitos da flexibilização das medidas monetárias, repercutindo sobre os níveis de emprego e sobre a massa de rendimentos.

Relativamente ao lado produtivo, as primeiras estimativas para o setor agropecuário apontam para a continuidade da expansão expressiva observada nos últimos anos, em especial pelos crescimentos esperados do complexo soja e da pecuária. No setor industrial, a recuperação verificada no segundo semestre e a existência de capacidade produtiva ociosa criam condições favoráveis para crescimento robusto no próximo ano. No mesmo sentido, o recuo das taxas de juros, a retomada dos investimentos e a maior disponibilidade de recursos orçamentários destinados à infra-estrutura apontam para a recuperação da indústria de construção civil. Esses fatores, entre outros, sustentam as previsões de crescimento expressivo da economia em 2004.

A despeito da recente recuperação da atividade econômica, os índices de preços registraram taxas relativamente baixas no período de setembro a novembro, embora superiores às observadas no trimestre anterior. O comportamento dos preços agrícolas foi o principal determinante dessa trajetória. O grupo alimentação, que vinha apresentando taxas negativas de junho a agosto – devido, principalmente, ao clima favorável à produção dos alimentos *in natura* – passou a registrar crescimento em decorrência da entrada da entressafra. O impacto sazonal atingiu os preços dos semi-elaborados, em especial dos derivados de carne bovina e de aves. Produtos industrializados e *in natura* ainda registraram variações de preços negativas no acumulado do trimestre. A inflação no trimestre setembro-novembro foi ainda marcada pela contribuição favorável de preços influenciados pelo câmbio, em particular de derivados de trigo e de açúcar.

Os núcleos de inflação, que repercutem com menor intensidade fatores de caráter temporário, têm se mantido em patamar estável ao longo do segundo semestre, mostrando-se, ao final deste ano, compatíveis com as metas estabelecidas para 2004.

2.1 Índices gerais

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) acumulou variação de 1,98% no trimestre setembro-novembro, influenciada pela alta dos preços no segmento atacadista, notadamente de produtos agrícolas. O término da comercialização da safra, o aumento da cotação internacional da soja e a elevação dos preços dos produtos derivados de animais, nos últimos meses, concorreram para a alta de 5,2% dos preços agrícolas, no trimestre. Os preços dos produtos industriais aumentaram 1,1% no mesmo período, assinalando-se as altas registradas em óleos e gorduras, 4,8%, carnes e pescados, 7,9%, e

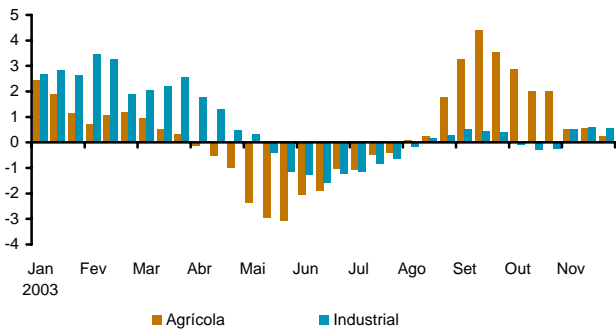
Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal							
	2003							
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IGP-DI	0,4	-0,7	-0,7	-0,2	0,6	1,1	0,4	0,5
IPA	0,1	-1,7	-1,2	-0,6	0,7	1,3	0,5	0,5
IPC	1,1	0,7	-0,2	0,3	0,1	0,8	0,2	0,3
INCC	0,9	2,8	1,1	1,0	1,4	0,2	0,7	1,0

Fonte: FGV

Evolução do IPA (10, M e DI) – Agrícola e industrial

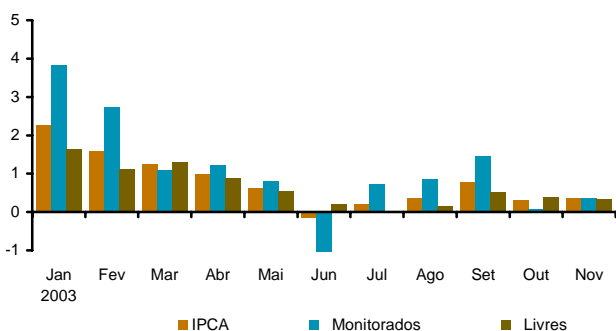
Variação % mensal



Fonte: FGV

Evolução do IPCA

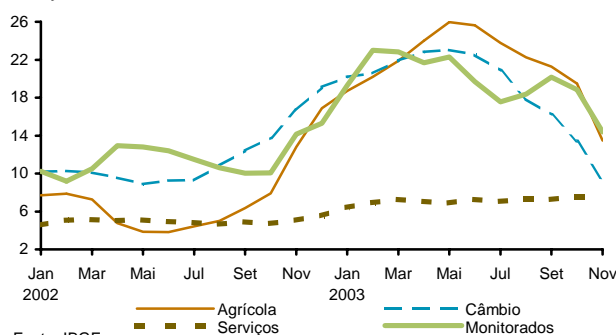
Variação % mensal



Fonte: IBGE

IPCA – Principais grupos

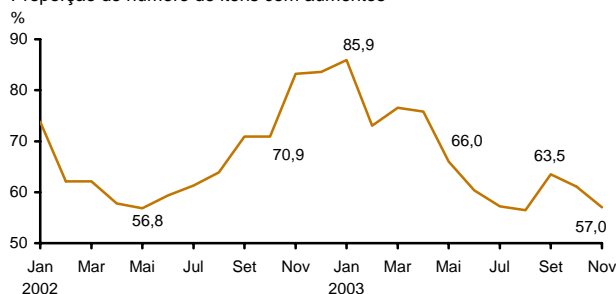
Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

Itens do IPCA^{1/}

Proporção do número de itens com aumentos



Fonte: IBGE

1/ O IPCA é composto por 512 itens.

extrativa mineral, 2,7%, compensadas, em parte, pelas quedas dos preços do açúcar, 22,8%, e do álcool, 6,4%.

2.2 Índices de preços ao consumidor

O IPCA acumulou variação de 1,42% no trimestre encerrado em novembro, ante 0,39%, no trimestre anterior. O avanço da inflação no período esteve associado à aceleração dos preços dos alimentos e dos monitorados, que variaram no trimestre, respectivamente, 1,5% e 1,9%, ante -1,3% e 0,6% registrados no trimestre anterior.

A apreciação da taxa de câmbio ao longo do ano tem se refletido sobre os preços dos alimentos industrializados, em especial de panificados, açúcares e derivados. No trimestre setembro-novembro, esse fator contribuiu para a estabilidade dos preços dos alimentos industrializados, contrabalançando as altas de preços de bebidas e de produtos derivados de animais. Os preços dos produtos *in natura* continuaram a declinar no trimestre, embora com menor intensidade do que no trimestre passado, registrando-se taxas negativas de 1,9% e de 16,5%, respectivamente. Os preços dos semi-elaborados, responsáveis pela alta no grupo alimentação, acumularam variação de 4,3% no mesmo período, ante retração de 0,5% no trimestre junho-agosto. Os grupos vestuário, despesas pessoais e habitação também pressionaram o índice no trimestre setembro-novembro, acumulando altas de 2,7%, 2,5% e 1,9%, respectivamente, ante 2,4%, 2,3% e 1,6%, no trimestre anterior.

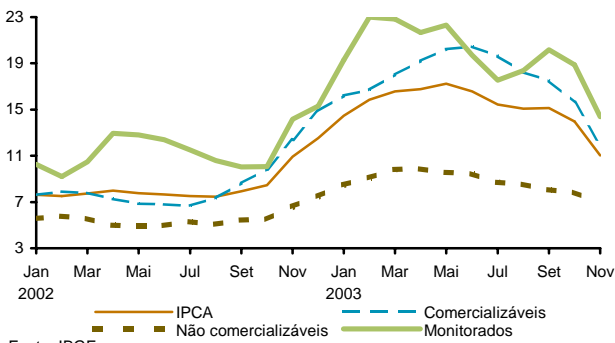
A proporção do número de itens que apresentou variação positiva, apesar de ter subido em setembro, voltou a declinar nos dois meses seguintes, retornando ao patamar do primeiro semestre de 2002. Esse comportamento indica o caráter efêmero do aumento da inflação em setembro.

Com o resultado de novembro, o IPCA assinalou variação de 8,74% no ano, decorrente das elevações, no mesmo período, de 12,6% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 7,2% nos preços livres. Em doze meses, as variações atingiram 11,02%, 14,38% e 9,71%, respectivamente.

2.3 Monitorados

IPCA – Grupos discriminados

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

Enquanto a variação dos preços livres atingiu, no período de setembro a novembro, 1,2%, a relativa aos preços monitorados situou-se em 1,9%, correspondendo a 0,54 p.p. da taxa de 1,4% do IPCA do trimestre. Três itens mereceram destaque: ônibus urbano, taxa de água e esgoto e energia elétrica, que juntos contribuíram com 0,32 p.p. no período. As tarifas de ônibus urbano foram reajustadas nas Regiões Metropolitanas de Salvador (15,4% em 30 de agosto) e do Rio de Janeiro (7,14% em 1º de novembro), representando aumento de 2,3% no item ônibus urbano no trimestre. Ressalte-se que, em ambas as capitais, esses reajustes corresponderam ao segundo aumento do ano. A taxa de água e esgoto aumentou 18,95% em São Paulo, a partir de 29 de agosto, o que significou 6,5% de variação do item. As tarifas de energia elétrica foram reajustadas em Goiânia, Brasília, Belém, Recife, Rio de Janeiro e Porto Alegre. No trimestre, o item energia elétrica residencial elevou-se 2,2%.

Em relação aos combustíveis, os preços do álcool retraíram-se 3,8% no trimestre encerrado em novembro, ante queda de 21,6% no trimestre anterior. Ressalte-se que esse comportamento refletiu a maior oferta de cana-de-açúcar neste ano e o menor estímulo às exportações de açúcar, evidenciando a evolução do preço internacional do produto. Por outro lado, os preços da gasolina subiram 1,2%, ante diminuição de 7,2% nos três meses anteriores. No ano, os preços da gasolina e do álcool acumulam variações de 0,9% e de -13,7%, respectivamente.

Deve-se ressaltar, ainda, no comportamento recente da inflação, o aumento de 34,6% dos preços dos jogos lotéricos, que, apesar da pequena participação na composição do IPCA, contribuíram com 0,06 p.p. no índice do trimestre.

Para os próximos meses são esperados reajustes na taxa de água e esgoto em Belém e em Curitiba e nas tarifas de ônibus urbano em Belém. A partir de janeiro de 2004, prevê-se reajuste da energia elétrica no Rio de Janeiro e das tarifas de ônibus urbano em São Paulo.

2.4 Núcleo de inflação

O núcleo do IPCA, calculado a partir da exclusão de alimentos no domicílio e de preços monitorados, tem-se mantido estável nos últimos meses, registrando a mesma taxa de 0,37% em julho, agosto e setembro, e de 0,38% em

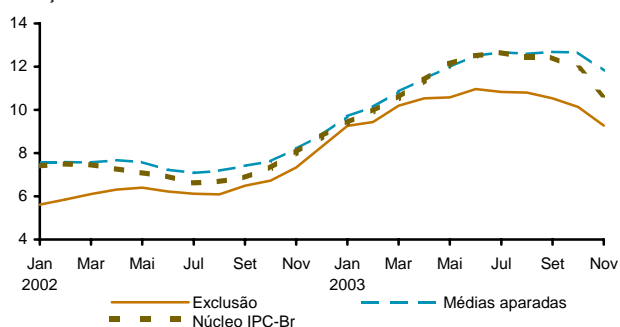
Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal								
	2003								
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	
IPCA (cheio)	1,0	0,6	-0,2	0,2	0,3	0,8	0,3	0,3	0,3
Exclusão	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Médias aparadas									
Com suavização	1,1	1,0	0,9	0,7	0,6	0,9	0,8	0,6	
Sem suavização	0,9	0,6	0,4	0,4	0,4	0,6	0,3	0,3	
IPC-Br	1,1	0,7	-0,2	0,3	0,1	0,8	0,2	0,3	
Núcleo IPC-Br	1,2	1,1	0,7	0,5	0,5	0,7	0,5	0,4	

Fonte: Bacen e FGV

Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fonte: Bacen e FGV

novembro. A variação acumulada no trimestre atingiu 1,13%, ante 1,26%, no trimestre anterior. Esses percentuais revelam que a elevação do IPCA nos mesmos períodos decorreram, fundamentalmente, da aceleração dos grupos alimentação no domicílio e monitorados. A variação acumulada nos últimos doze meses atingiu 9,3% em novembro, sexto mês consecutivo de queda nessa base de comparação.

O núcleo calculado por médias aparadas registrou variação de 0,86% em setembro, de 0,77% em outubro e de 0,56% em novembro, acumulando 2,2% no trimestre, ante 2,12% nos três meses anteriores. O impacto dos itens suavizados nessa medida de núcleo tem sido continuamente declinante, o que reflete o esgotamento dos efeitos do choque cambial de 2002 e deve conduzir esse índice a patamar semelhante ao dos outros núcleos. O critério utilizado por essa medida exclui os itens cuja variação mensal se situe acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20 da distribuição, além de suavizar, ao longo de doze meses, a variação daqueles itens cujas taxas são concentradas em alguns períodos do ano. Nos últimos doze meses, o núcleo por médias aparadas acumulou alta de 11,82%. Sem o procedimento de suavização de itens específicos, o núcleo de inflação por médias aparadas registrou variações de 0,6% em setembro, 0,29% em outubro e 0,31% em novembro, acumulando, nos últimos doze meses, inflação de 9,36%.

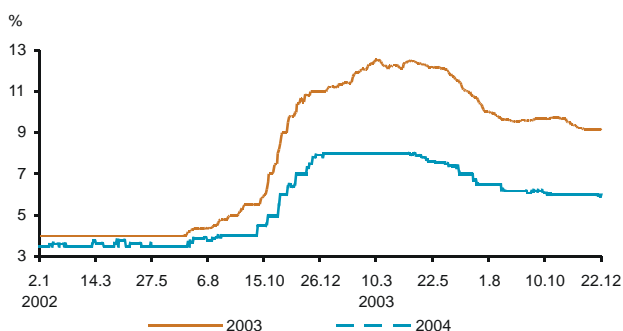
O núcleo de inflação para o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), calculado pelo método das médias aparadas, também se encontra em patamar inferior em relação ao último trimestre. O índice apresentou variações de 0,67% em setembro, de 0,50% em outubro e de 0,36% em novembro, acumulando alta de 10,7% nos últimos doze meses.

2.5 Expectativas de mercado

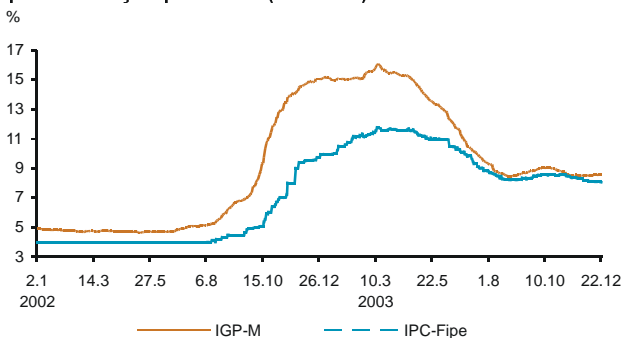
A Gerin do Banco Central realiza pesquisa diária envolvendo amostra de, em média, aproximadamente setenta consultorias e instituições financeiras, objetivando detectar as expectativas do mercado quanto à evolução das principais variáveis econômicas.

A mediana das expectativas de inflação para 2003, medida pelo IPCA, diminuiu de 9,59%, em 22 de setembro de 2003, para 9,19%, em 22 de dezembro de 2003. Para 2004, as expectativas passaram de 6,1% para 5,96%, entre as duas datas consideradas.

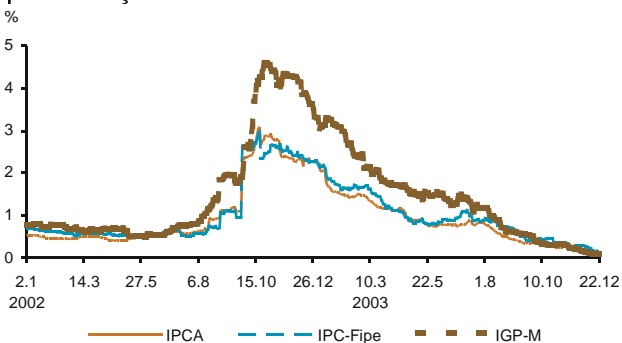
Evolução diária das expectativas de mercado para a inflação medida pelo IPCA (mediana)



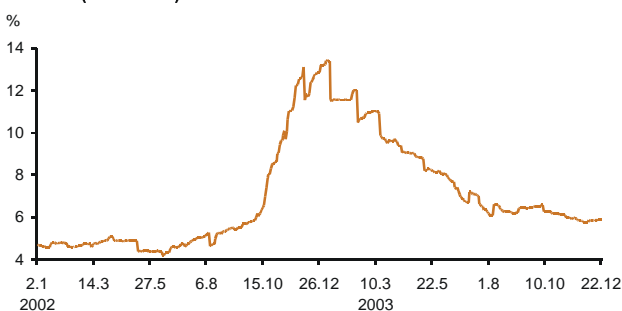
Evolução diária das expectativas de mercado para a inflação para 2003 (mediana)



Desvio-padrão das expectativas de mercado para a inflação – 2003



Evolução diária das expectativas de mercado para o IPCA acumulado nos próximos 12 meses (mediana)



Quanto às medianas dos cinco melhores previsores (*Top Five*) de curto prazo, diminuíram de 9,65% para 9,19%, para 2003, e mantiveram-se em 6%, para 2004.

No que se refere à evolução do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M), a mediana das expectativas para 2003 passou de 8,84%, em 22 de setembro de 2003, para 8,57%, em 22 de dezembro de 2003. Para 2004, diminuiu de 6,45% para 6,4%. As expectativas quanto ao IPC-Fipe para 2003 recuaram de 8,32%, em 22 de setembro de 2003, para 8,04%, em 22 de dezembro de 2003. Para 2004, passaram de 6,05% para 5,9%, consideradas as mesmas datas.

As expectativas das medianas dos *Top Five* de curto prazo diminuíram de 8,84% para 8,45%, relativamente a 2003, e de 6% para 4,8%, para 2004, no caso do IGP-M.

Os desvios-padrão dos índices de preços esperados para 2003, que em 22 de setembro de 2003 registraram 0,35% para o IPCA, 0,56% para o IGP-M e 0,40% para o IPC-Fipe, reduziram-se para 0,09%, 0,08% e 0,1%, respectivamente, em 22 de dezembro de 2003. Para 2004, o desvio-padrão do IPCA reduziu de 0,62% para 0,42% e o do IGP-M, de 0,89% para 0,84%; o desvio-padrão do IPC-Fipe aumentou de 0,52% para 0,60%.

Considerando a mediana das expectativas para a inflação acumulada nos próximos doze meses, de acordo com a variação do IPCA, registrou-se contração de 6,48%, em 22 de setembro de 2003, para 5,90%, em 22 de dezembro de 2003.

2.6 Conclusão

A evolução dos preços mostra-se amplamente favorável nos últimos meses do ano, a exemplo do observado ao final do primeiro semestre. Essa condição deve ser atribuída, principalmente, à superação de fatores de riscos inflacionários presentes no início de 2003, obtida, sobretudo, pela eficácia das medidas de política econômica adotadas, tanto no âmbito fiscal como no monetário.

Os resultados recentes dos índices de preços revelam a ausência de fatores inerciais ou de reajustes generalizados entre os diversos setores. Movimentos de altas decorrem, sobretudo, de fatores sazonais ou de reajustes em itens monitorados. Da mesma forma, tentativas de recuperação de margens mostram-se, por ora, eventos

isolados e não se apresentam como fator de risco. Os núcleos de inflação, nas suas diferentes medidas, assinalam taxas que apontam, quando anualizadas, variações consistentes com as metas de inflação estabelecidas.

Apesar desse cenário positivo, vislumbram-se para os próximos meses fatores que tendem a pressionar, temporariamente, os índices de preços. Além dos reajustes previstos para itens monitorados, deverão ser observados, por razões sazonais, aumentos de preços dos alimentos *in natura*, de recreação e dos gastos com educação.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

3.1 Crédito

O crescimento das operações de crédito do sistema financeiro, no trimestre de setembro a novembro, esteve condicionado ao maior dinamismo da atividade econômica, destacando-se, ainda, o aumento sazonal da demanda de recursos vinculado às vendas típicas de fim de ano e ao plantio da safra agrícola. Relativamente ao consumo, as melhores condições do mercado de crédito vêm estimulando o aumento dos financiamentos a pessoas físicas, com relevância para a aquisição de bens duráveis. Nesse sentido, as recentes medidas adotadas pelo governo federal, como microcrédito e empréstimos consignados em folha de pagamento, devem concorrer ainda mais para a diminuição dos custos dos financiamentos, incentivando, no médio prazo, a procura, principalmente, por bens de menor valor agregado (ver boxe Perspectivas das Operações de Crédito do Sistema Financeiro).

Ressalte-se, ainda, que a evolução das operações de crédito no período foi influenciada pela flexibilização da política monetária, evidenciada pelo processo de redução da taxa básica de juros e, conseqüentemente, das taxas ativas praticadas pelos bancos. A expectativa de convergência da inflação em direção às metas e a estabilidade no mercado cambial contribuíram para o recuo dos *spreads* bancários. Adicionalmente, o aumento da concorrência entre as instituições financeiras, objetivando a ampliação de suas carteiras de crédito como alternativa à perda de rentabilidade nas aplicações em tesouraria, deve traduzir-se em fator adicional à redução do custo dos empréstimos.

Nesse contexto, o volume total das operações de crédito do sistema financeiro alcançou R\$404,9 bilhões em novembro, representando expansão de 5,1% no trimestre e de 7,7% nos últimos doze meses. O percentual dos empréstimos em relação ao PIB elevou-se de 25,5% para 25,6%, no período.

Evolução do crédito

Discriminação	2003				R\$ bilhões	
	Ago	Set	Out	Nov	Variação	
					3 meses	12 meses
Total	385,3	389,9	395,0	404,9	5,1	7,7
Recursos livres	213,9	215,9	218,1	222,1	3,8	3,8
Pessoa jurídica	130,4	131,1	131,8	134,6	3,2	-1,6
Cambiais	49,2	48,2	47,2	48,2	-2,1	-19,2
Pessoa física	83,5	84,8	86,3	87,5	4,8	13,4
Direcionados	147,9	150,4	153,0	159,3	7,7	14,4
Habitação	22,8	22,9	23,0	23,1	1,2	7,2
Rural	39,3	41,2	42,9	43,8	11,6	33,7
BNDES	83,2	83,6	84,4	89,5	7,6	7,4
Outros	2,6	2,6	2,7	2,9	11,6	76,7
Leasing	8,4	8,5	8,7	8,7	2,6	-11,7
Setor público	15,1	15,0	15,2	14,9	-1,6	15,5

Participação %:

Total/PIB	25,5	25,5	25,4	25,6
Rec. livres/PIB	14,2	14,1	14,0	14,0
Rec. direc./PIB	9,8	9,8	9,8	10,1

Os créditos concedidos pelo sistema financeiro privado, 59,3% do total, somaram R\$239,9 bilhões, aumento de 4,6% no trimestre, com ênfase nas operações destinadas à indústria. Os empréstimos concedidos pelos bancos públicos atingiram R\$165 bilhões, expansão de 5,7% no trimestre, predominando os desembolsos destinados ao plantio da safra 2003/2004.

No que se refere à distribuição do crédito por ramos de atividade econômica, o volume de operações destinadas ao setor privado atingiu R\$390 bilhões, com acréscimo de 5,3% no trimestre. Esse desempenho refletiu o aumento característico dos negócios nesse período do ano, destacando-se, além do setor agropecuário, as atividades de alguns segmentos relacionados ao comércio e à indústria.

Nesse sentido, assinala-se a expansão trimestral de 6,8% nas operações concedidas ao comércio, cujo saldo alcançou R\$42,5 bilhões. Os empréstimos destinados ao setor industrial apresentaram crescimento de 3,8%, somando R\$116,9 bilhões, enquanto o volume das operações contratadas com o segmento de outros serviços, R\$69,1 bilhões, elevou-se 4,6% no trimestre.

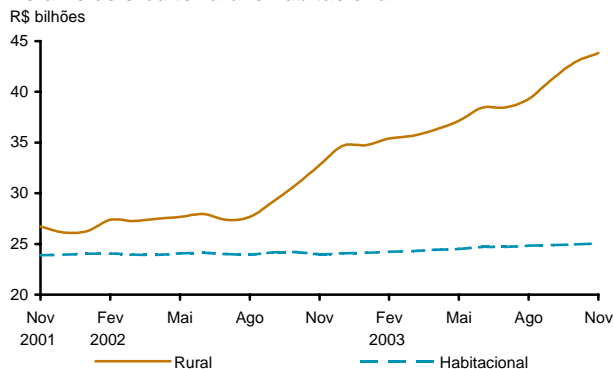
As operações com o setor público somaram R\$14,9 bilhões, registrando contração de 1,6% no trimestre. A dívida bancária dos estados e municípios declinou 2,2%, atingindo R\$10 bilhões, reflexo, em parte, de contabilização de operação baixada como prejuízo com empresa de distribuição de energia elétrica. Os empréstimos com o governo federal totalizaram R\$4,9 bilhões em novembro, representando queda de 0,3% no trimestre, evidenciando a amortização de dívidas de empresas geradoras de energia elétrica.

As operações de *leasing* alcançaram R\$8,7 bilhões em novembro, expansão de 2,6% no trimestre. O resultado no período decorreu da retomada das operações de arrendamento com veículos por parte das pessoas físicas, assim como da contratação de operações vinculadas a máquinas e equipamentos por empresas industriais e de serviços.

Operações de crédito com recursos direcionados

As operações de crédito com recursos direcionados atingiram R\$159,3 bilhões em novembro, revelando aumento de 7,7% no trimestre. O resultado foi determinado,

Volume de crédito rural e habitacional



Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		Variação (%)
	Jan-nov 2002	Jan-nov 2003	
Total	32 323	28 556	- 11,7
Indústria	15 441	13 480	- 12,7
Outros equip. transporte ^{1/}	6 421	4 808	- 25,1
Prod. alimentício e bebidas	1 951	1 613	- 17,3
Celulose e papel	1 030	412	- 60,0
Veículo automotor	1 073	2 383	122,1
Metalurgia básica	940	832	- 11,5
Comércio/Serviços	13 102	10 789	- 17,7
Eletricidade, gás, água quente	7 636	4 390	- 42,5
Comércio e rep. de veículos	1 103	1 422	28,9
Transporte terrestre	1 749	2 458	40,5
Correio e telecomunicações	338	50	- 85,2
Agropecuária	3 561	4 145	16,4

Fonte: BNDES

1/ Inclui indústria aeronáutica.

principalmente, pelo crescimento dos financiamentos rurais, que continuam refletindo o desempenho favorável da atividade agrícola.

O saldo dos financiamentos do BNDES cresceu 7,6% no trimestre, somando R\$89,5 bilhões em novembro. Os desembolsos acumulados até novembro de 2003 alcançaram R\$28,6 bilhões, contraindo 11,7% comparativamente ao total registrado no período correspondente em 2002. Em termos setoriais, a retração mais significativa foi verificada nas concessões à indústria, tendo em vista o decréscimo observado desde o início do ano nas liberações para a indústria aeronáutica. Em sentido inverso, os desembolsos para atividades agropecuárias, notadamente investimentos agroindustriais, aumentaram 16,4% no ano, alcançando R\$4,1 bilhões. Os financiamentos às micro, pequenas e médias empresas cresceram 31%, totalizando R\$9 bilhões. Com esse resultado, a participação dos financiamentos para essas empresas no total desembolsado pelo BNDES atingiu 32%, ante 22% em igual período de 2002.

As consultas ao BNDES, etapa preliminar de futuros financiamentos de médio e longo prazos, acumularam R\$40,3 bilhões de janeiro a novembro de 2003, resultado equivalente ao apurado no mesmo período de ano anterior. Ressalte-se que a redução de 38,7% registrada nas solicitações do comércio e serviços, em especial nos setores de eletricidade e gás, foi neutralizada pelos aumentos nos pedidos da indústria, 64,2%, e da agropecuária, 39,5%.

O volume de crédito direcionado ao setor rural registrou acréscimo de 11,6% no trimestre, atingindo R\$43,8 bilhões em novembro. As operações de custeio da safra 2003/2004 totalizaram R\$16,7 bilhões em novembro, ante R\$14,7 bilhões, em agosto, elevando sua participação na carteira rural de 38,5% para 40,6%, no período. A parcela dos investimentos recuou de 52,9% para 51,7% e a dos financiamentos para comercialização da safra, de 8,6% para 7,7%, no mesmo período.

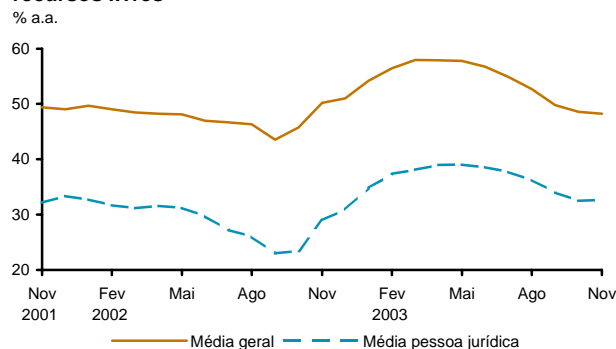
Os financiamentos habitacionais, que englobam operações com pessoas físicas e cooperativas habitacionais, totalizaram R\$23,1 bilhões, com incremento de 1,2% no trimestre. A evolução esteve associada, principalmente, a desembolsos de recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), que acumularam R\$698 milhões no período, enquanto as liberações provenientes da caderneta de poupança mantiveram-se no mesmo patamar do trimestre anterior, atingindo R\$300 milhões. Registre-se, ainda, que, em outubro, 82,8% dos créditos ao setor habitacional foram

concedidos de acordo com as regras do Sistema Financeiro Habitacional (SFH), ante 81,6% em julho. A parcela referente às operações realizadas com taxas de mercado decresceu de 16,4% para 17,2%, no período.

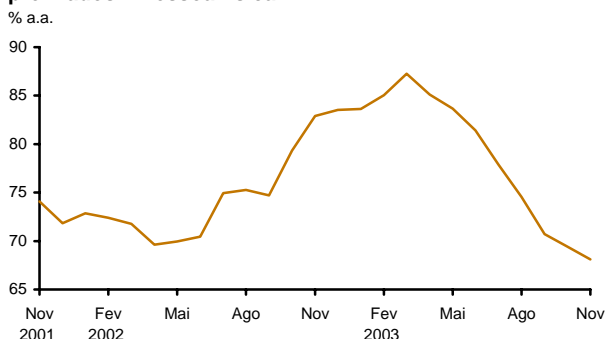
Operações de crédito com recursos livres

A taxa de juros média das operações de crédito com recursos livres decresceu 4,7 p.p. nos últimos três meses, atingindo 48% a.a. em novembro. Nos últimos doze meses, a retração alcançou 2,2 p.p., com a taxa média retornando ao patamar do primeiro semestre de 2002. A evolução do custo dos empréstimos no trimestre refletiu as medidas de flexibilização da política monetária adotadas no período, evidenciadas pelas reduções sucessivas na meta para a taxa Selic e pela diminuição da alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista, vigente a partir de setembro. Essas medidas repercutiram favoravelmente sobre a curva de juros no mercado futuro, bem como sobre os cenários de curto prazo utilizados pelas instituições financeiras nas decisões sobre o custo de suas operações ativas.

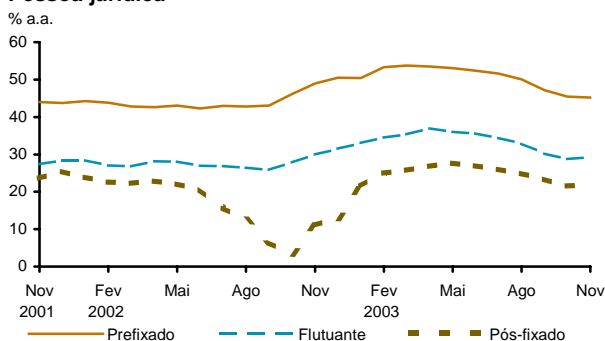
Taxas das operações de crédito com recursos livres



Taxas das operações de crédito a juros prefixados – Pessoa física



Taxas das operações de crédito – Pessoa jurídica



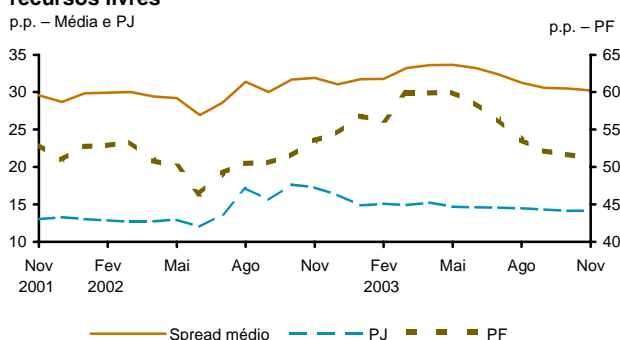
O custo médio dos empréstimos direcionados às pessoas físicas, pactuados predominantemente com encargos prefixados, apresentou redução de 6,3 p.p. no trimestre, alcançando 68,2% a.a. em novembro. Comparativamente a novembro de 2002, o decréscimo atingiu 14,7 p.p., ante redução de 4,5 p.p. na taxa básica, no período. Assinalem-se, nos últimos três meses, os recuos de 17,4 p.p. e de 5,5 p.p., respectivamente, nas taxas relativas às carteiras de cheque especial e de crédito pessoal, evidenciando a recente evolução favorável da conjuntura econômica, uma vez que trata-se de modalidades particularmente vinculadas ao componente risco. A taxa média praticada nos financiamentos para aquisição de veículos, modalidade de menor custo para as pessoas físicas, alcançou 36,6% a.a., com redução de 4,8 p.p. no trimestre.

Nos empréstimos para pessoas jurídicas, a taxa média mostrou retração de 4 p.p. no trimestre, atingindo 32,3% a.a. Esse resultado refletiu a queda generalizada nas taxas praticadas nessas modalidades, devendo ser associado ao comportamento dos juros básicos e à estabilidade na taxa de câmbio, que condiciona o custo das operações referenciadas em moeda estrangeira.

Nos contratos pactuados a juros prefixados, que correspondem a 37% dos empréstimos para pessoas jurídicas, a taxa média situou-se em 44,6% a.a., 5,5 p.p. inferior à registrada em agosto, com recuos de 6,3 p.p. e de 6,4 p.p., respectivamente, nas modalidades conta garantida e desconto de duplicatas.

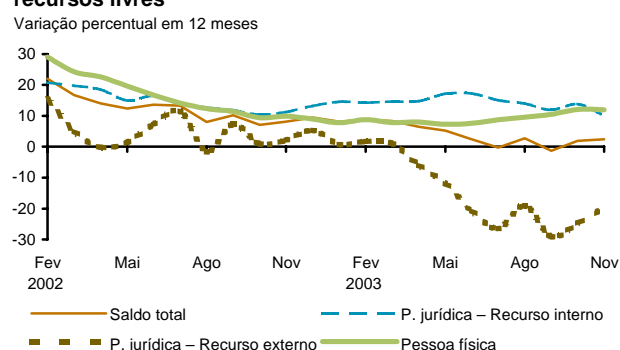
A taxa média referente às operações com encargos flutuantes, que representam 24% dos empréstimos para empresas, declinou 4,3 p.p. no trimestre, atingindo 28,5% a.a. em novembro. Nos contratos referenciados à variação cambial, a taxa projetada situou-se em 21,8% a.a., com retração de 3,2 p.p. no trimestre. A manutenção do patamar da taxa de câmbio entre R\$/US\$2,90 e R\$/US\$3,00 durante os últimos seis meses contribuiu para a redução das expectativas de depreciação cambial futura, auxiliando na redução do custo esperado para os tomadores.

Spread médio das operações de crédito com recursos livres



O *spread* bancário das operações de crédito com recursos livres recuou para 30,4 p.p. em novembro, 0,9 p.p. inferior ao registrado em agosto. Esse resultado decorreu da melhora na percepção de risco pelo mercado, associada às mudanças na política monetária e ao comportamento estável dos índices de inadimplência das carteiras de crédito. No segmento de pessoas jurídicas, o *spread* situou-se em 14,4 p.p., registrando diminuição de 0,1 p.p. no trimestre, enquanto nos empréstimos direcionados às pessoas físicas alcançou 51,2 p.p., 2,4 p.p. abaixo do valor de agosto.

Evolução do volume de crédito com recursos livres



O saldo das operações de crédito com recursos livres apresentou elevação de 3,8% no trimestre, atingindo R\$222,1 bilhões. A participação desses empréstimos no total do sistema financeiro, entretanto, mostrou ligeira redução, variando de 55,5%, em agosto, para 54,9%, em novembro, refletindo o aumento mais acentuado da carteira direcionada ao setor rural.

O estoque de crédito destinado a pessoas jurídicas atingiu R\$134,6 bilhões em novembro, com evolução trimestral de 3,2%. O desempenho foi determinado pelo crescimento de 6,3% nas modalidades financiadas por recursos domésticos, cujo volume alcançou R\$86,3 bilhões. A média trimestral das concessões referentes a essas modalidades situou-se em R\$45,2 bilhões, representando expansão de 8,1%. Esses resultados refletem, basicamente, fatores sazonais relacionados ao aumento dos negócios nesse período do ano, e dos financiamentos aos segmentos industriais voltados à produção de insumos agrícolas, destacando-se os incrementos nas operações de desconto de duplicatas e *vendor*.

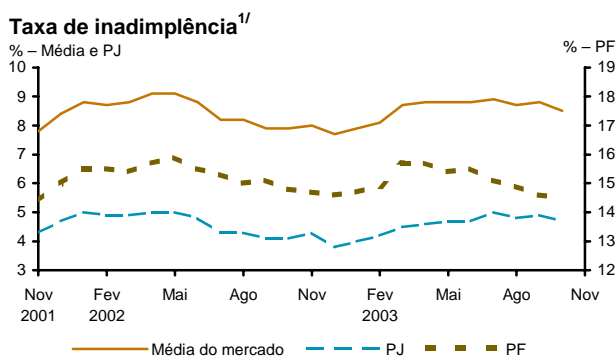
Em sentido contrário, a carteira dos financiamentos referenciados em moeda estrangeira decresceu 2,1% no trimestre, totalizando R\$48,2 bilhões. A queda mais expressiva ocorreu nas operações de Adiantamento sobre Contratos de Câmbio (ACC), variação de 3,5%, associada à concentração de liquidações no período. Os desembolsos dessas modalidades registraram aumento de 3,7% na média trimestral, somando R\$7,8 bilhões.

As operações de crédito com pessoas físicas cresceram 4,8% no trimestre, somando R\$87,5 bilhões. A média trimestral dos desembolsos para esses tomadores elevou-se de R\$26,3 bilhões, em agosto, para R\$28 bilhões, em novembro.

O aumento das contratações por parte das pessoas físicas revelou-se mais expressivo nos financiamentos ao consumo, especialmente de bens duráveis. Cabe assinalar que esse segmento mostra-se mais sensível a mudanças nas taxas de juros, contribuindo, portanto, nesse momento, para a recuperação da atividade econômica. Nesse sentido, destaca-se a modalidade de aquisição de veículos, com alta de 22,3% na média trimestral das concessões, explicada pela queda significativa no custo desses financiamentos no período e pela redução da alíquota do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) vigente desde agosto.

Complementarmente, assinala-se a expansão de 14,6% na média trimestral de crédito pessoal, refletindo os efeitos da diminuição das taxas de juros e, possivelmente, as recentes medidas de incentivo ao crédito.

Qualidade do crédito

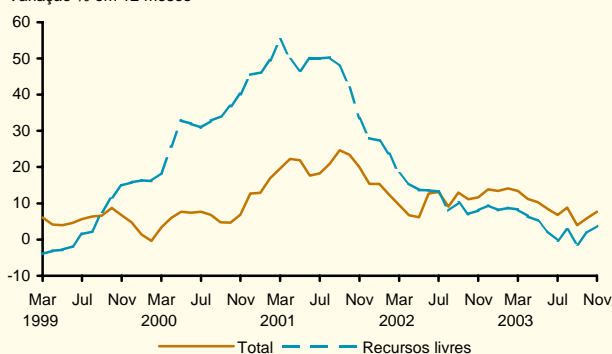


No que se refere à qualidade da carteira de crédito com recursos livres, observou-se relativa estabilidade no trimestre, com a taxa de inadimplência situando-se em 8,4%, em novembro. O percentual de atrasos do segmento de pessoas jurídicas manteve-se em torno de 4,6%, enquanto nas operações para pessoas físicas atingiu o menor valor desde novembro de 2001: 14,2%, com decréscimo de 0,7 p.p. em relação ao período anterior. A tendência de redução da inadimplência nos empréstimos para pessoas físicas, observada desde maio, deve permanecer em dezembro, tendo em vista o comportamento usual das famílias de utilização do décimo terceiro salário para liquidação de dívidas.

Perspectivas das Operações de Crédito do Sistema Financeiro

Operações de crédito do SFN

Variação % em 12 meses



Com a introdução do sistema de metas para inflação e a adoção do regime de taxas de câmbio flutuantes em 1999, a política monetária passou a ser instrumento fundamental para balizar as expectativas dos agentes econômicos e suas decisões sobre formação de preços. Nesse contexto, e considerando o importante papel do crédito como canal de transmissão da política monetária, o Banco Central passou a priorizar o desenvolvimento desse mercado, adotando medidas voltadas à ampliação da oferta de recursos para os tomadores finais e à redução dos riscos do sistema financeiro.

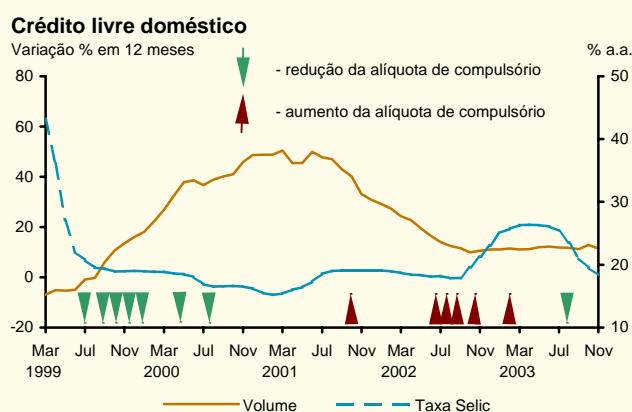
Nos meses seguintes à implementação do sistema de metas, com a estabilização do câmbio e com o controle da inflação, iniciou-se o processo de flexibilização da política monetária, com a redução da taxa Selic, que passou de 45% a.a., em março, para 19% a.a., em dezembro de 1999, e das alíquotas de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e a prazo. Outra medida importante foi a diminuição do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incidente sobre os empréstimos a pessoas físicas, de 6% para 1,5%.

Como resultado, verificou-se queda significativa nas taxas praticadas pelas instituições financeiras em seus empréstimos e financiamentos. Esses fatores, associados à melhora das expectativas dos agentes diante da evolução favorável dos principais fundamentos macroeconômicos, alavancaram a demanda de recursos bancários por parte das famílias e das empresas. Em consequência, constatou-se expansão significativa das operações de crédito com recursos livres, com crescimento de 45,4% em 2000, principalmente nas operações com pessoas físicas.

Em 2001, entretanto, a evolução das operações de crédito foi sensibilizada pelos efeitos do racionamento de energia e da piora do cenário econômico internacional, com a intensificação da crise na Argentina e o impacto dos atentados de 11 de setembro. Em decorrência, a política monetária passou a ser conduzida no sentido de minimizar as pressões inflacionárias oriundas da elevação da taxa de câmbio, por meio do acréscimo na taxa de juros e na alíquota de compulsórios.

No segundo semestre de 2002, as incertezas com a política econômica do novo governo e as restrições nos financiamentos externos para o país provocaram elevação dos juros no mercado futuro e volatilidade da taxa de câmbio. Esse contexto adverso induziu à adoção de maior rigidez na política monetária, constatando-se, em consequência, crescimento moderado no volume total de crédito, sobretudo nas operações contratadas com recursos livres, que variaram 9,4% no ano.

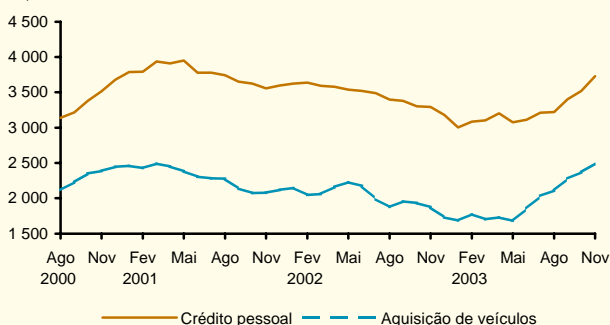
O impacto do menor crescimento das operações de crédito com recursos livres foi atenuado pelo crescimento dos empréstimos ao setor agropecuário, favorecido pela recuperação de preço das *commodities* e pela depreciação cambial, e dos financiamentos concedidos pelo BNDES. Nas operações do banco de desenvolvimento, destacaram-se os investimentos em infra-estrutura, especialmente energia elétrica, e as linhas de crédito direcionadas à exportação, sobretudo para a indústria aeronáutica.



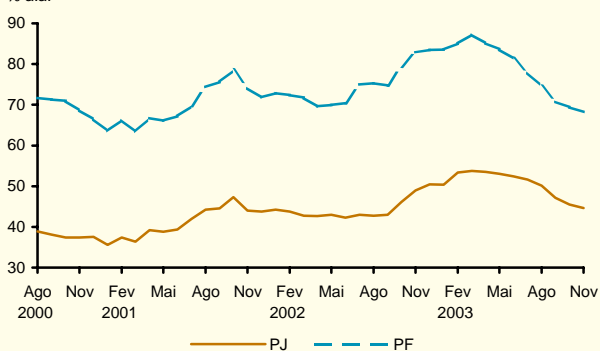
A política monetária restritiva foi mantida nos primeiros meses de 2003, resultando em discreta evolução do estoque de crédito nesse período. A partir de junho, diante do comportamento favorável dos indicadores relativos aos preços, o Banco Central iniciou a flexibilização da política monetária, reduzindo, de junho a novembro, a meta para a taxa Selic em 9 p.p. Em agosto, a alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista foi reduzida em 15 pontos, retornando ao patamar de 45%.

Essas medidas, associadas à estabilidade no mercado cambial, à convergência da inflação para as metas estabelecidas e ao aumento da confiança dos agentes econômicos, influenciaram o custo das

Novas concessões – Dados dessazonalizados a preços de novembro de 2003 – IPCA
R\$ milhões



Taxas de juros prefixadas das operações ativas
% a.a.



operações e o *spread* bancário no segmento de recursos livres. Nesse sentido, de junho a novembro a taxa média das operações ativas registrou declínio de 9,7 p.p., sendo de 6,8 p.p. nos empréstimos a pessoas jurídicas, e de 15,4 p.p. nos relativos a pessoas físicas. O *spread* bancário contraiu-se em 3,2 p.p., no período.

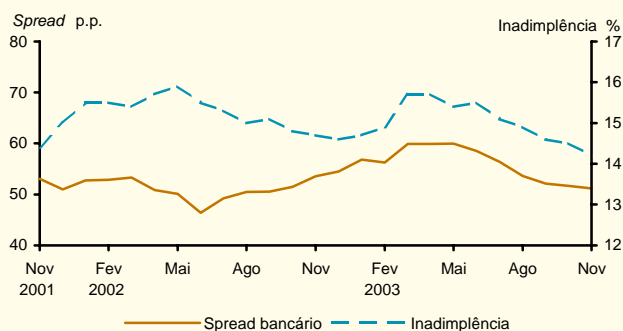
Nesse contexto, a partir de setembro foram percebidos os primeiros sinais de elevação da demanda por crédito, evidenciados pelos resultados relativos às concessões com recursos livres. Esse movimento vem se mostrando mais significativo no crédito a pessoas físicas, especialmente nos financiamentos destinados à aquisição de bens duráveis, com ênfase no segmento de veículos. Ressalte-se a importância do crédito como mecanismo de estímulo ao consumo, tendo em vista a defasagem entre a retomada do nível da atividade e os aumentos da renda disponível.

A evolução do crédito para pessoas jurídicas nos últimos meses sinaliza retomada consistente na procura de recursos por parte das empresas. Seu crescimento, embora associado fundamentalmente a aspectos sazonais relacionados à formação de estoques para vendas de fim de ano e à comercialização de insumos para plantio da safra agrícola, revela a reativação da demanda para financiar investimentos em resposta ao processo de recuperação da atividade econômica, não obstante os indicadores de capacidade ociosa verificados no setor produtivo.

Apesar dos resultados ainda discretos relativos à recuperação do crédito, a manutenção da conjuntura econômica favorável e a flexibilização da política monetária concorrem para impulsionar o crescimento do crédito em 2004, a exemplo do observado em 2000.

Ressalte-se que o crescimento das operações de crédito poderá ser favorecido por reduções adicionais no *spread* bancário, tendo em vista a queda dos índices de inadimplência observada nos últimos meses, como resultado do melhor gerenciamento das carteiras de crédito e do esforço das famílias em regularizar suas dívidas bancárias.

Operações de crédito com recursos livres – Pessoa física



Outro fator que provavelmente contribuirá para a queda no custo dos empréstimos é o aumento da competição no mercado de crédito. A redução de receita das instituições financeiras com operações de tesouraria, devido à queda das taxas de juros, reforça a necessidade dos bancos de ampliar sua atuação no mercado de crédito. Nesse sentido, o aumento da concorrência deverá ser intensificado nas operações de financiamento ao consumo, principalmente no segmento de baixa renda, ressaltando-se que essa parcela do mercado apresenta presença significativa de financeiras e tende a ser disputada pelas grandes instituições bancárias.

Cabe enfatizar, ainda, que a análise sistemática do mercado de crédito realizada pelo Banco Central nos últimos anos, identificando os fatores que determinam os elevados níveis de *spreads* bancários no Brasil, gerou uma série de propostas e ações destinadas ao aperfeiçoamento do sistema.

Dessa forma, no tocante à necessidade de mudanças no arcabouço jurídico, cita-se o projeto de reforma da lei de falências, em fase final de tramitação no Congresso. As alterações propostas devem contribuir para reduzir o risco das operações de crédito e, conseqüentemente, do *spread* bancário, ao corrigir as dificuldades relacionadas à execução das garantias dos empréstimos e à falta de liquidez decorrente dessas garantias. Dentre as propostas apresentadas, destaca-se a modificação na ordem de prioridade dos credores em caso de falência, igualando o direito de precedência do fisco com o dos detentores de garantias reais, na proporção de um para um. Essa alteração deverá aumentar a eficiência do mecanismo da entrega de bens em garantia real de obrigações, reduzindo o risco dos empréstimos para os credores.

Devem-se salientar, ainda, as medidas governamentais recentemente divulgadas no âmbito de microfinanças, visando ampliar e facilitar o acesso da população de baixa renda ao crédito, bem como viabilizar micro e pequenos empreendimentos não alcançados pelos programas tradicionais. Nesse sentido, instituiu-se, a partir de julho de 2003, a

obrigatoriedade de aplicação pelas instituições financeiras de, no mínimo, 2% dos seus depósitos à vista em operações de microcrédito, com taxas de juros efetivas de, no máximo, 2% a.m. Essas operações apresentam exigências cadastrais simplificadas, mais adequadas aos clientes de baixa renda que, muitas vezes, atuam na economia informal.

Outra iniciativa relevante diz respeito à constituição e funcionamento das cooperativas de crédito. Em junho de 2003, foram implementados dispositivos regulamentares, permitindo a criação de cooperativas com livre admissão de associados. Essa modificação é importante para o atual modelo das cooperativas, antes restritas a segmentos específicos da economia, tendo em vista que disponibiliza acesso ao crédito cooperativo de participantes sem vínculo com categorias organizadas.

Nas operações com pessoas físicas, assinale-se a Medida Provisória 130, que estende a realização de empréstimos com consignação em folha de pagamento para trabalhadores da iniciativa privada, ampliando as garantias das instituições bancárias. Nessa linha, diversas instituições financeiras firmaram acordos com as centrais sindicais, no sentido de viabilizar esses empréstimos para grande quantidade de trabalhadores. Cabe ressaltar que aproximadamente 20% do total de crédito pessoal correspondem a operações similares pactuadas pelas principais instituições financeiras com funcionários públicos. Segundo estimativas do mercado, essa modalidade de crédito poderá atingir até R\$30 bilhões, sendo que parcela significativa dessas operações deverá destinar-se à troca de dívidas oriundas de cheque especial e cartão de crédito, reduzindo, assim, o custo do endividamento das famílias.

Sintetizando, as mudanças institucionais que vêm sendo implementadas, as expectativas de maior competição no mercado de crédito e a continuidade do processo de flexibilização monetária formam cenário positivo para o desenvolvimento das operações de crédito do sistema financeiro, contribuindo para aumentar sua importância como canal de transmissão da política monetária. Esses aspectos, associados a um conjunto favorável de fundamentos macroeconômicos em 2004, favorecem o processo sustentado de recuperação da atividade econômica.

Em relação ao perfil da carteira de crédito do sistema financeiro, as operações classificadas em risco normal (AA a C) totalizaram R\$354,2 bilhões em novembro, representando 87,5% do total. Os empréstimos registrados no nível de risco 1 (D a G) alcançaram R\$32 bilhões e os classificados em risco 2 (nível H), R\$18,7 bilhões, correspondendo às participações de 7,9% e 4,6%, nessa ordem. Em agosto, esses percentuais situaram-se em 86,5%, 9,2% e 4,3%, respectivamente.

O valor das provisões efetuadas pelo sistema financeiro situou-se em R\$31,9 bilhões em novembro, representando aumento de 1% no trimestre, concentrado em operações classificadas no nível de risco 2 que exigem provisionamento integral. A participação das provisões no total da carteira de crédito atingiu 7,9%, ante 8,2% no trimestre encerrado em agosto, refletindo, sobretudo, a elevação das operações em risco normal. O total provisionado pelo sistema financeiro público alcançou R\$15,6 bilhões, correspondendo à participação de 9,5% no total de crédito, enquanto no sistema financeiro privado essa relação situou-se em 6,8%. Em agosto, essas participações alcançaram 9,6% e 7,3%, respectivamente.

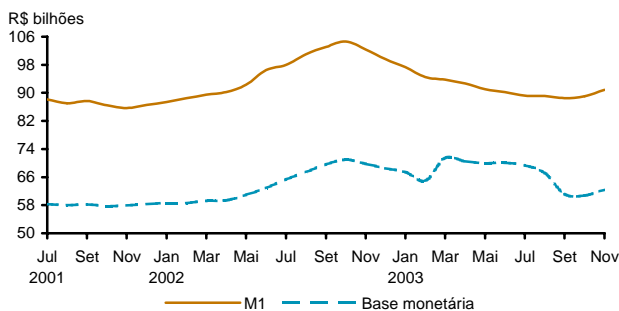
3.2 Agregados monetários

Os meios de pagamento restritos (M1), considerada a média dos saldos diários em novembro, atingiram R\$90,1 bilhões, redução de 1,3% nos últimos doze meses. Quanto a seus componentes, registrou-se crescimento de 1% no estoque do papel-moeda em poder do público e retração de 2,8% no saldo de depósitos à vista. A variação negativa refletiu a base de comparação elevada resultante, basicamente, da migração atípica de recursos dos fundos de renda fixa no decorrer do ano anterior. A análise de dados dessazonalizados e deflacionados pelo IPCA indica o esgotamento desse efeito.

A velocidade renda, refletindo o comportamento do M1, manteve-se estável entre agosto e novembro, repetindo desempenho observado no trimestre anterior.

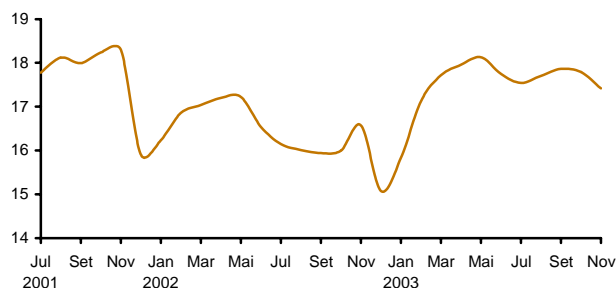
A base monetária, em termos de média dos saldos diários, apresentou queda no transcorrer do ano, tendo alcançado R\$61 bilhões ao final de novembro, com retração de 0,6% em doze meses. Esse resultado deveu-se, basicamente, à redução de 6,6% na posição das reservas bancárias, uma vez que o saldo médio do papel-moeda emitido cresceu 2,5%. Destaque-se, no trimestre, a redução

M1 e base monetária a preço de novembro de 2003, dessazonalizado^{1/}



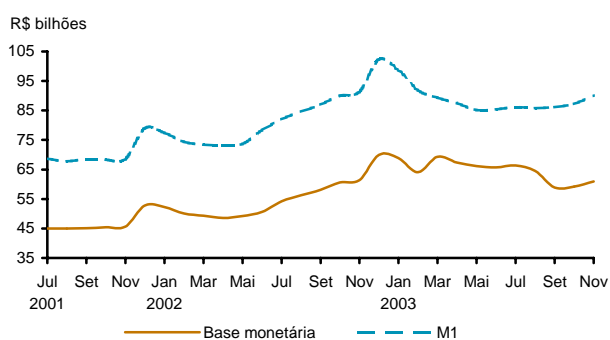
1/ Índice de preço: IPCA.

M1 – Velocidade-renda^{1/}

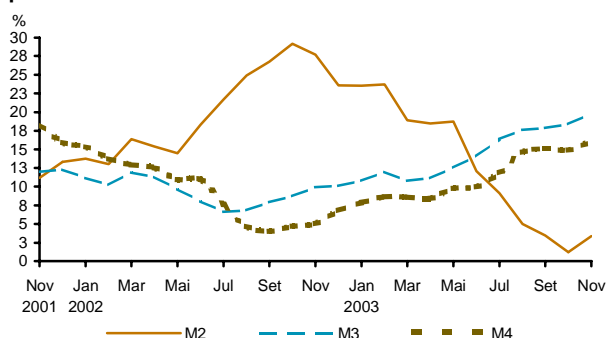


1/ Definida como a razão entre o PIB acumulado de 12 meses e valorizado pelo IGP-DI e o saldo médio mensal do agregado monetário.

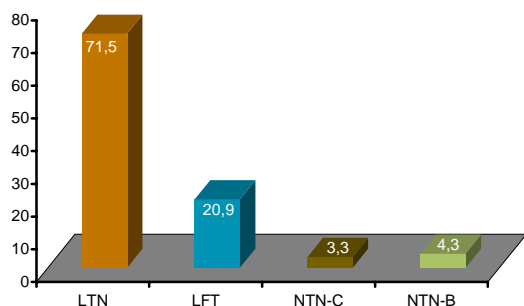
Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários



Meios de pagamentos ampliados – Variação percentual em 12 meses



Emissões de títulos públicos federais entre setembro e novembro de 2003 – Participação %



da alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos à vista, retornando ao nível do mesmo período do ano anterior.

Os meios de pagamento ampliados apresentaram crescimento no trimestre setembro-novembro, com destaque para a elevação de 9,1% nas quotas de fundos de renda fixa, resultante do fluxo de recursos direcionados aos fundos de investimento originados, basicamente, de outras aplicações e do ingresso de divisas. O conceito M2, que engloba o M1 mais os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, apresentou elevação de 2,8% no trimestre e de 3,4% nos últimos doze meses, evolução inferior à capitalização dos seus componentes. Nesse sentido, cabe registrar que a captação líquida de depósitos a prazo e de poupança foi negativa no período, enquanto o agregado mais restrito apresentou elevação de 9,5% no trimestre, influenciada pelo movimento sazonal do período.

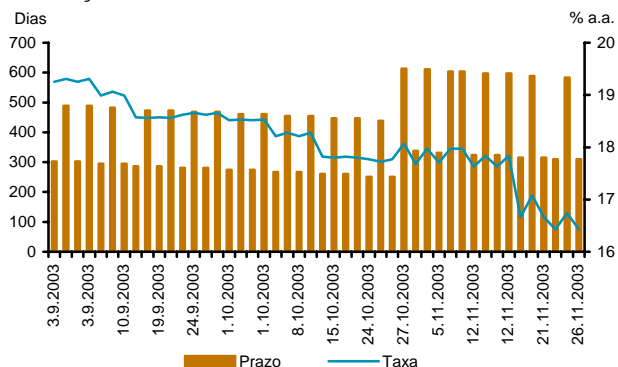
O M3, que inclui o M2 mais as cotas dos fundos de renda fixa e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamento em operações compromissadas, realizadas entre o setor não financeiro e o sistema financeiro, registrou alta de 6% no trimestre e de 19,8% no acumulado de doze meses. Registre-se a expressiva captação líquida dos fundos de investimento, alcançando R\$14,4 bilhões no trimestre e R\$54,8 bilhões no ano. O conceito M4, incluindo o M3 e os títulos públicos de detentores não financeiros, registrou elevação de 5,4% no trimestre e de 16,1% nos últimos doze meses, totalizando R\$924,6 bilhões em novembro.

Títulos públicos federais

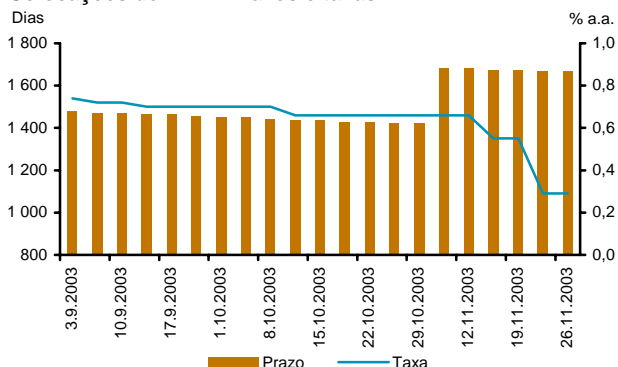
As condições para colocação de títulos públicos apresentaram melhorias significativas de setembro a novembro, observando-se quedas nas taxas de colocação e aumento nos prazos de emissão dos títulos. Assinale-se, ainda, a utilização de operações de compra antecipada de títulos e a retomada da emissão de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), título atrelado ao IPCA, como estratégia de gerenciamento da dívida adotada pelo Tesouro Nacional.

No trimestre, as operações com títulos do Tesouro Nacional foram contracionistas em R\$1,8 bilhão, resultado de colocações de R\$73,3 bilhões e resgates de R\$71,5 bilhões. Desconsiderando as operações de compra e troca de títulos, as emissões totalizaram R\$48 bilhões e os vencimentos, R\$43 bilhões.

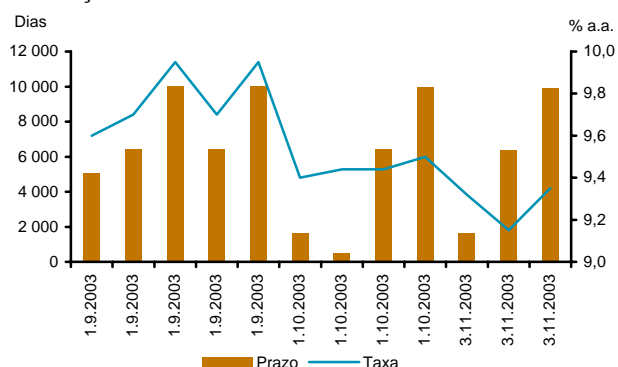
Colocações de LTN – Prazos x taxas



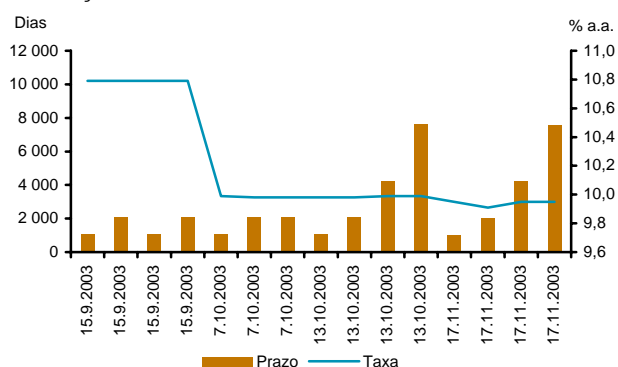
Colocações de LFT – Prazos e taxas



Colocações de NTN-C – Prazos x taxas



Colocações de NTN-B – Prazos x taxas



Evidenciando o melhor perfil da dívida pública, os papéis prefixados (Letras do Tesouro Nacional – LTN) representaram 71,5% das emissões, ante 37% no trimestre anterior. Em relação aos títulos referenciados em índices de preços, a participação das Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C), títulos indexados ao IGP-M, passou de 0,8% para 3,3%, e as NTN-B representaram 4,3% das emissões no trimestre. Em contrapartida, a parcela relativa às Letras Financeiras do Tesouro (LFT), títulos indexados à taxa Selic, declinou de 62% para 20,9%.

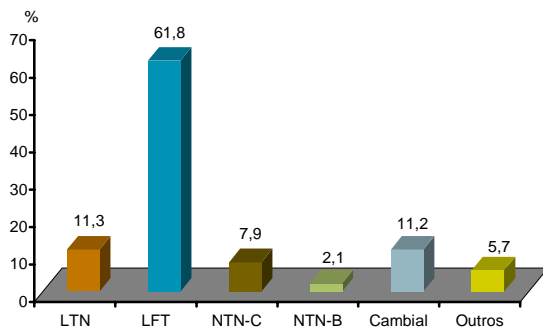
A retomada da oferta de NTN-B, que não era emitida desde março de 2002, objetiva suprir demanda de investidores institucionais. A identificação dos fundos de pensão como demandantes de instrumentos de longo prazo levou à implementação de um programa de emissão desses papéis, mais adequados à estrutura de seus balanços. No mesmo sentido, os leilões de compra de NTN-B e de NTN-C visam reduzir o custo de transação dos investidores de longo prazo ao aumentar a liquidez desses títulos no mercado secundário. Já os leilões de compra antecipada de LTN, que se iniciaram em novembro, objetivam desconcentrar os vencimentos de curto prazo desses papéis.

De modo geral, acompanhando a curva de juros futuros, as taxas contratadas nos leilões de LTN caíram de 19% para menos de 17% a.a., não obstante o alongamento nos prazos de emissão. Em novembro, foram realizados leilões de LTN com vencimento em julho de 2005, a taxas que oscilaram entre 18,1% e 16,4% a.a.

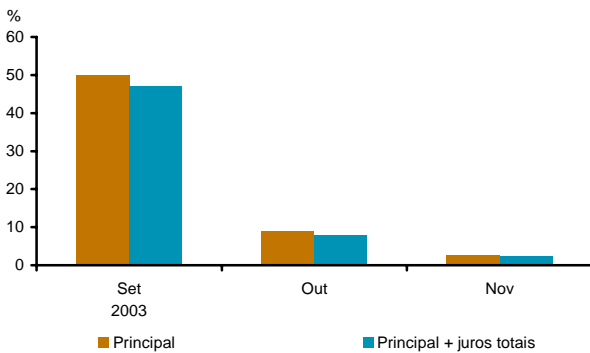
Movimento semelhante pôde ser observado nas operações envolvendo LFT, registrando-se redução no deságio dos papéis de, aproximadamente, 0,7% a.a. para 0,3% a.a., e aumento do prazo de emissão. Em novembro, o Tesouro abandonou o vencimento de setembro de 2007, passando a ofertar LFT com vencimento em junho de 2008. A NTN-C e a NTN-B, que também apresentaram quedas em suas taxas ao longo do trimestre, foram vendidas com vencimento máximo em 2031 e 2024, respectivamente.

A mudança nas condições de colocação de títulos públicos continua provocando alterações significativas na composição da dívida pública. Seguindo a tendência iniciada em abril deste ano, a participação de papéis prefixados no total da dívida permaneceu em elevação, passando de 7,4%, em agosto, para 11,3%, em novembro, enquanto a proporção de papéis indexados a índices de preços passou de 12,7% para 12,9%. Por outro lado, a parcela da dívida pública indexada à taxa Selic recuou de 65,8% para 62,8%, e a

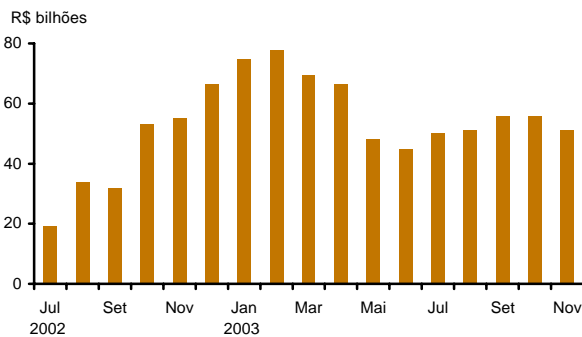
Composição da dívida mobiliária federal – Novembro 2003



Giro de títulos e swaps cambiais



Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária



referente a papéis indexados à variação cambial, de 12,5% para 11,2%, no período.

A menor demanda por *hedge* cambial contribuiu para a progressiva redução do giro cambial, no trimestre, passando de 49,9%, em setembro, para 8,8%, em outubro e 2,5%, em novembro. No período, considerando apenas o principal, o giro situou-se em 20,1%, percentual significativamente inferior ao registrado no trimestre junho-agosto, quando 67,9% das dívidas cambiais foram renovadas.

O Banco Central alterou a sistemática de realização dos leilões de instrumentos cambiais. A rolagem desses instrumentos passou a ser efetuada por meio de leilão único, com antecedência mínima de quatro dias úteis da data de vencimento, sempre em uma quarta-feira ou dia útil posterior, caso esta seja feriado.

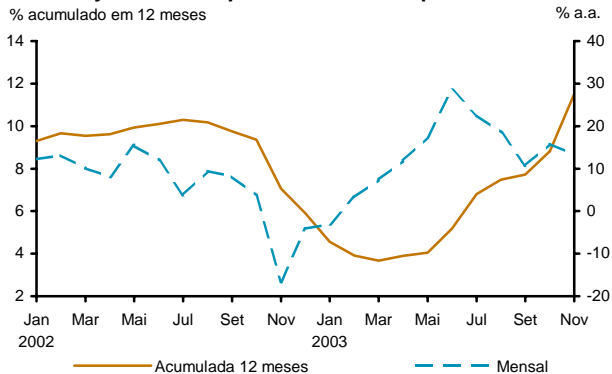
Ressalte-se que, em setembro e outubro, o Banco Central manteve a estratégia de realizar o controle de liquidez por meio de operações compromissadas com 2 e 10 dias úteis de prazo. Somente na véspera de reuniões do Copom foram utilizadas operações com um dia útil.

Em novembro, objetivando reduzir a previsibilidade e alongar os prazos das operações, foi adotada forma alternativa de atuação no controle de liquidez bancária. A partir do dia 12, o Banco Central passou a não aceitar a totalidade das ofertas, realizando cortes a determinados preços, nas operações compromissadas com dez dias úteis de prazo. Paralelamente, foram realizadas operações de venda de LTN com compromisso de revenda por parte do comprador em 91 dias corridos e rentabilidade definida. Essa operação, instituída por meio do Comunicado 7.669, de 4.7.2000, admite a livre movimentação dos títulos e faculta a revenda antecipada, desde que a instituição interessada manifeste sua intenção com antecedência mínima de 24 horas e desde que haja concordância por parte da autoridade monetária.

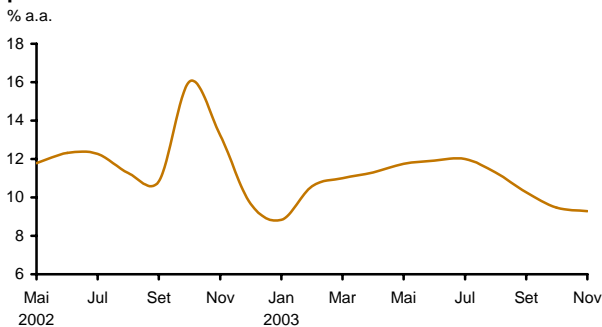
O volume diário médio da posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais permaneceu relativamente estável no trimestre, oscilando entre R\$50 bilhões e R\$56 bilhões. No final de novembro, havia cerca de R\$55,1 bilhões em operações compromissadas a vencer, das quais R\$7,2 bilhões contratadas com prazo de 2 dias úteis, R\$43,3 bilhões com prazo de 14 dias úteis, e R\$4,7 bilhões com prazo de 91 dias corridos.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

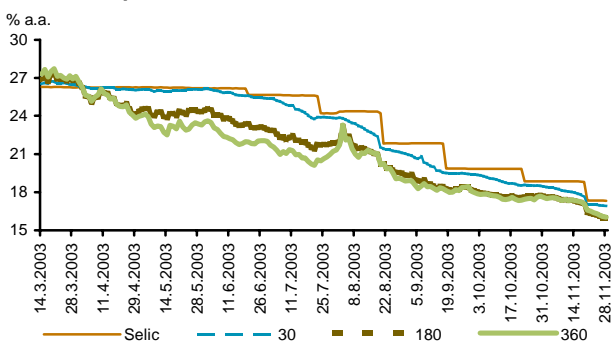
Taxa de juros real ex-post deflacionada pelo IPCA



Taxa de juros ex-ante deflacionada pelo IPCA para 12 meses



Selic x swap DI x Pré



Fonte: BM&F e Bacen

A taxa Selic real, deflacionada pelo IPCA acumulado em doze meses, manteve a trajetória crescente observada desde maio, atingindo 11,5% a.a. em novembro. A tendência ascendente decorre de efeito estatístico, devido à inclusão de taxas de inflação mensal inferiores às correspondentes taxas de inflação observadas nos mesmos meses do ano anterior. Nesse sentido, de setembro a novembro de 2002 o IPCA atingiu 5,1%, ante 1,4% no mesmo período deste ano. Em consequência, a taxa de juros real acumulada em doze meses aumentou 4 p.p., no trimestre, movimento relacionado, ainda, à defasagem entre a atuação do Banco Central na determinação da meta para a taxa Selic e os seus efeitos sobre a variação nos índices de preços.

Quando se analisam as expectativas do mercado para a variação do IPCA em doze meses, coletada em pesquisas efetuadas pelo Banco Central junto às instituições financeiras, observa-se a manutenção do curso declinante iniciado em janeiro, atingindo, em novembro, 5,8%. Assim, tendo como cenário-base as expectativas de mercado, nos próximos doze meses, tanto para a taxa Selic quanto para o IPCA, projeta-se, em novembro, taxa real de 9% a.a., ante 11,3% em agosto.

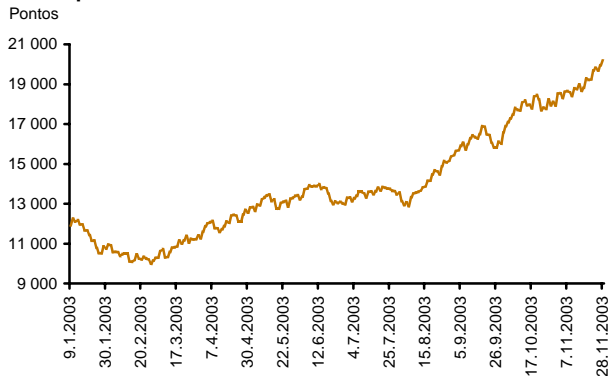
Dessa forma, a manutenção das expectativas positivas em relação aos indicadores econômicos corrobora a maior confiança dos agentes econômicos quanto à convergência da trajetória futura da inflação às metas estabelecidas.

A expectativa de redução da taxa básica permanece refletida na curva de juros futuros. As taxas referenciais de swap DI x pré mantiveram a inclinação negativa, iniciada em abril. Entretanto, a diferença entre a taxa do contrato de trinta dias e a do contrato de um ano reduziu-se no trimestre, o que, em princípio, reflete expectativas de quedas mais moderadas da taxa básica de juros nos próximos meses. Entre agosto e novembro, observou-se decréscimo de 3 p.p. na taxa referencial dos contratos de swap DI x pré com prazo de 360 dias, atingindo 16% a.a. No mesmo período, o Copom diminuiu a meta para a taxa Selic em 4,5 p.p.

Mercado de Capitais

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) manteve o desempenho positivo registrado desde fevereiro,

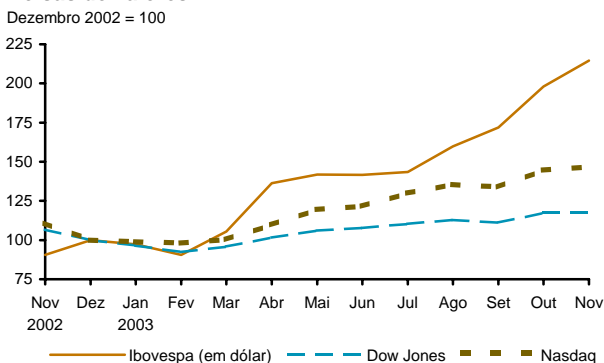
Ibovespa



acumulando rentabilidade de 33% no último trimestre e de 79% no ano. O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) atingiu 20.183 pontos ao final de novembro, o mais elevado da série histórica iniciada em 1968.

Esses resultados podem ser atribuídos, em grande parte, ao ingresso de aproximadamente R\$6 bilhões sob a forma de investimento estrangeiro, no ano, movimento incentivado pelos sinais de recuperação da economia brasileira e pela diminuição das tensões no cenário internacional.

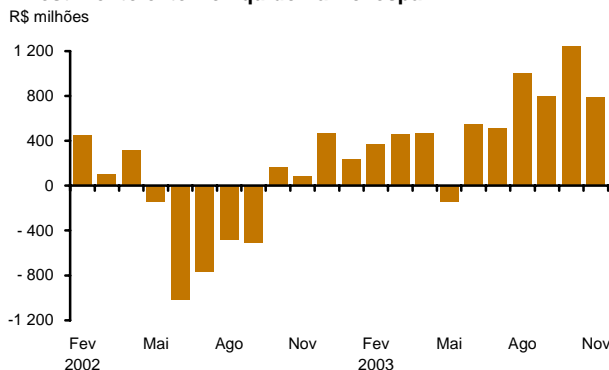
Bolsas de valores



Adicionalmente, a perspectiva de melhora na classificação do país pelas agências de risco, a evolução das reformas constitucionais e o novo acordo com o FMI possibilitaram a diminuição da percepção do risco-Brasil, que, apurado pelo *Emerging Market Bond Index* (Embi-Brasil) recuou para valores próximos a 500 pontos-base.

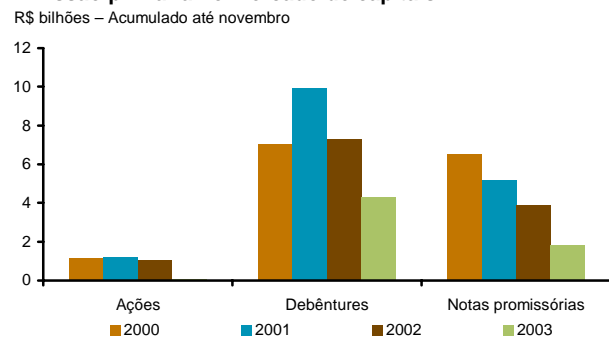
A rentabilidade do Ibovespa, mensurada em dólar, atingiu 34,3% no trimestre, desempenho bastante superior ao apurado pelos índices *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (Nasdaq) e *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) que subiram, respectivamente, 8,2% e 3,8%. No acumulado do ano, a bolsa paulista rendeu 114% em dólar, comparativamente a 46% e a 17% da Nasdaq e Dow Jones, respectivamente.

Investimento externo líquido na Bovespa



Nesse cenário, o volume médio diário negociado na Bovespa alcançou R\$976 milhões em novembro, ante R\$471 milhões em fevereiro, mês em que se iniciou o atual processo de valorização do Ibovespa, correspondendo a 97% de crescimento, no período. Assinale-se a média diária de R\$1.139 milhões, registrada em outubro, melhor resultado, em termos reais, desde agosto de 2000.

Emissão primária no mercado de capitais



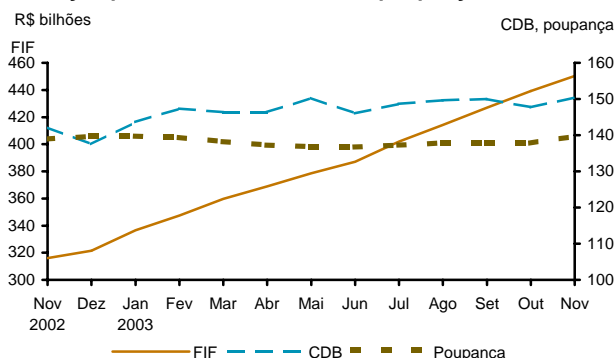
Fonte: CVM

Contudo, assim como no mercado de crédito bancário, a melhora das expectativas ainda não se traduziu em maior volume de captações no mercado por parte das empresas. As emissões de ações, debêntures e notas promissórias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) até novembro somaram R\$6,2 bilhões, ante R\$12,9 bilhões no mesmo período do ano anterior.

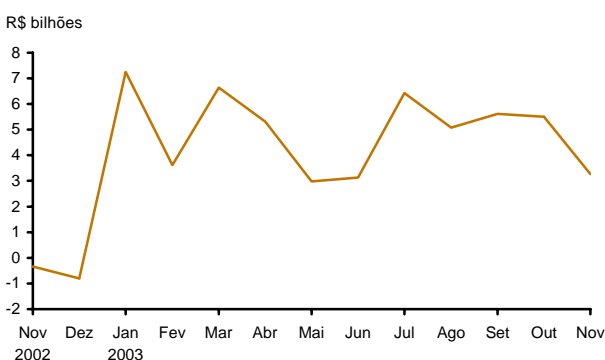
Entre as emissões de debêntures, 58% dos R\$4,3 bilhões referem-se a apenas duas operações promovidas por empresas do setor elétrico e do setor de telecomunicações, ambas visando reestruturação do perfil de suas respectivas dívidas.

Aplicações financeiras

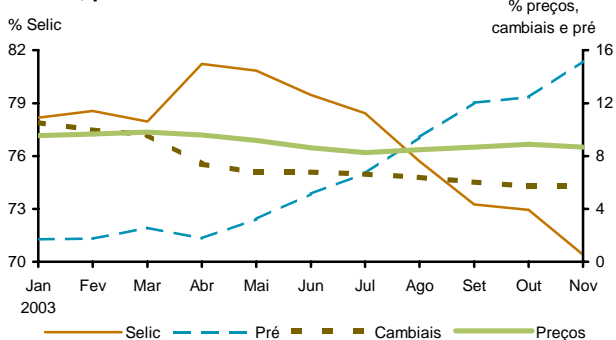
Evolução patrimonial de CDB, FIF e poupança



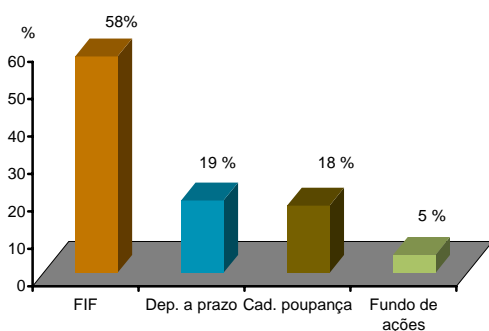
FIF – Captação líquida



Evolução de títulos públicos na carteira dos fundos, por indexador



Composição da poupança financeira – Novembro 2003



O saldo das aplicações financeiras, que inclui caderneta de poupança, fundos de investimento e depósitos a prazo, atingiu R\$759,8 bilhões em novembro de 2003, apresentando evolução de 6,3% em comparação a agosto e de 22,3% em relação a dezembro de 2002. Destaca-se a evolução patrimonial dos fundos de investimento financeiro (FIF), registrando R\$450,2 bilhões em novembro, com crescimento de R\$128,8 bilhões ao longo do ano.

No trimestre setembro-novembro, os FIF apresentaram captação líquida de R\$14,4 bilhões, movimento associado à continuidade do processo de retorno de recursos que haviam migrado para cadernetas de poupança e depósitos a prazo em 2002, e às captações de recursos externos por parte de empresas. No ano, a captação líquida acumulada desses fundos de investimento registrou R\$54,8 bilhões, ante resgates líquidos de R\$60,1 bilhões no mesmo período do ano anterior.

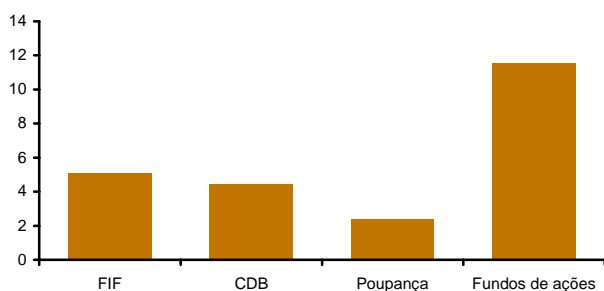
No que se refere às migrações de recursos entre os diversos segmentos dos fundos de investimentos, os fundos de renda fixa exerceram maior atratividade do que os fundos referenciados em depósitos interfinanceiros (DI), evidenciando as consecutivas reduções da taxa básica de juros. Em consequência, os títulos prefixados mantiveram trajetória crescente na composição das carteiras dos FIF, passando de 9,4%, em agosto, para 15,2%, em novembro.

Em contraposição aos FIF, os depósitos em caderneta de poupança e os depósitos a prazo apresentaram captação líquida negativa no trimestre de R\$1,3 bilhão e de R\$5,6 bilhões, respectivamente. Esse comportamento esteve associado, principalmente, à migração de recursos para os fundos de investimento.

Quanto às rentabilidades das aplicações financeiras, os fundos de investimento financeiro proporcionaram retorno de 5,1% no trimestre, ante 2,4% da caderneta de poupança e 4,4% dos depósitos a prazo.

Considerando-se a carga tributária incidente sobre aplicações financeiras com prazo superior a 30 dias, qual seja: 20% de Imposto de Renda (IR) e 0,38% de Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), observou-se, no trimestre, supondo único resgate no final do período, rentabilidades líquidas nominais de 3,1% para os depósitos a prazo e de 3,7% para os FIF. A rentabilidade da caderneta de poupança, por ser isenta de

Rentabilidade das aplicações financeiras
% acumulado de setembro a novembro/2003



IR, a qualquer prazo, e de CPMF em aplicações a partir de 90 dias, mantém-se em 2,4%.

3.3 Política fiscal

Necessidades de financiamento do setor público

Em novembro de 2003, o superávit primário do setor público não financeiro atingiu R\$6,3 bilhões. Na formação desse resultado, o governo central (governo federal, Instituto Nacional do Seguro Social – INSS e Banco Central) contribuiu com R\$2,2 bilhões, os governos regionais, com R\$1,8 bilhão, e as empresas estatais, com R\$2,3 bilhões.

No ano, o superávit primário atingiu R\$70,3 bilhões, 4,94% do PIB, ante R\$57,1 bilhões, 4,67% do PIB, em igual período de 2002. Desse total, o governo central respondeu por R\$46,3 bilhões, 3,25% do PIB, apresentando crescimento equivalente a 0,28 p.p. do PIB em relação a 2002. Os demais segmentos do setor público apresentaram superávits semelhantes aos registrados em 2002, atingindo R\$14,4 bilhões, 1% do PIB, nos governos regionais, e R\$9,6 bilhões, 0,68% do PIB, nas empresas estatais.

Os resultados obtidos até novembro evidenciam mudança de direcionamento do esforço fiscal, que passou a ser mais intenso no âmbito do governo central e menos dependente do segmento de empresas estatais.

O desempenho do governo central, até novembro, foi influenciado favoravelmente pela expansão de 12,3% registrada na receita líquida, representando R\$29,1 bilhões, enquanto as despesas totais apresentaram crescimento de 9,5% no período, equivalentes a R\$19,1 bilhões. Como proporção do PIB, as receitas contraíram 0,97 p.p. e as despesas, 0,99 p.p.

A menor participação das receitas como proporção do PIB esteve associada à redução de recolhimentos atípicos, de R\$18,1 bilhões, em 2002, para R\$6 bilhões, em 2003; às decisões judiciais desfavoráveis ao fisco, no âmbito da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) e do IPI; à redução de alíquotas do Imposto de Importação (II); e ao impacto da desaceleração da atividade econômica.

No que se refere às despesas, os desembolsos com pessoal e encargos sociais e com custeio e capital,

efetuados nos onze primeiros meses do ano, registraram variações de 6,9% e de -0,9%, respectivamente, em relação aos registrados no período correspondente em 2002. Assinale-se que, como proporção do PIB, essas rubricas apresentaram, na ordem, contrações de 0,43 p.p. e de 0,74 p.p. A realização de gastos pelos ministérios das áreas sociais correspondeu a 96,9% da dotação de recursos, frente a 95,6% observados até setembro de 2003.

As transferências a estados e municípios aumentaram 7,6% em valores nominais, no ano.

Considerando esses aspectos, o ajuste que vem sendo realizado no âmbito do governo central, além de proporcionar maior contribuição ao cumprimento das metas programadas para o ano, adquire maior relevância em função de ser direcionado mais intensamente às despesas e por contrabalançar a ocorrência de fatores adversos, como a perda de arrecadação atípica expressiva obtida no ano anterior e os efeitos da desaceleração da atividade econômica.

Os juros nominais apropriados em novembro totalizaram R\$12,6 bilhões, comparativamente a R\$9,9 bilhões em outubro e a R\$11,5 bilhões em setembro. Os principais determinantes dessa evolução foram a trajetória declinante da taxa Selic e os resultados das operações de *swap* cambial. Enquanto em setembro e em outubro essas operações determinaram ganhos de R\$1,5 bilhão e R\$3,1 bilhões, respectivamente, em novembro proporcionaram resultado desfavorável de R\$1,9 bilhão, refletindo, em parte, a depreciação cambial de 3,3% registrada no período.

O total de juros nominais apropriado até novembro atingiu R\$136,3 bilhões, 9,59% do PIB, comparativamente a R\$96,6 bilhões, 7,91% do PIB, em 2002. O governo central apropriou R\$95,2 bilhões, 6,7% do PIB; os governos regionais, R\$37,7 bilhões, 2,65% do PIB; e as empresas estatais, R\$3,4 bilhões, 0,24% do PIB. Os juros nominais apropriados nos últimos doze meses passaram de R\$150,7 bilhões, 9,96% do PIB, em outubro, para R\$153,7 bilhões, 9,94% do PIB, em novembro.

As necessidades de financiamento do setor público no conceito nominal, que abrange o resultado primário e os juros nominais apropriados, apresentaram déficit de R\$66 bilhões, 4,64% do PIB, até novembro de 2003, comparativamente a R\$39,5 bilhões, 3,24% do PIB, em igual período de 2002. Considerando os fluxos acumulados nos últimos doze meses, esse déficit alcançou R\$88,1 bilhões,

5,7% do PIB, mantendo-se no patamar registrado no mês anterior, considerada a mesma base de comparação.

Quanto às principais fontes de financiamento do déficit nominal acumulado no ano, a dívida mobiliária registrou expansão de R\$115,3 bilhões, enquanto a base monetária, a dívida bancária e os financiamentos externos registraram contrações de R\$10,9 bilhões, R\$27 bilhões e R\$14,8 bilhões, respectivamente.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, elevou-se de R\$696 bilhões, 46,1% do PIB, em agosto, para R\$728,3 bilhões, 46% do PIB, em novembro. Contribuíram para essa variação as emissões líquidas de R\$1,5 bilhão no mercado primário, a incorporação de juros e a apreciação de 0,6% do real frente ao dólar.

A parcela da dívida mobiliária federal indexada ao dólar reduziu-se de R\$87,1 bilhões, em agosto, para R\$81,7 bilhões, em novembro, motivada por resgates líquidos de R\$6,9 bilhões no mercado primário e pela apreciação do real frente ao dólar. No período, a participação dos títulos cambiais no total da dívida mobiliária federal reduziu-se de 12,5% para 11,2%, enquanto a participação da dívida prefixada elevou-se de 7,4% para 11,3%, e a da referenciada à taxa Selic passou de 65,8% para 62,8%.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, apresentava, em novembro, a seguinte configuração: R\$15,2 bilhões, 2,1% do total, vencendo em 2003; R\$237,6 bilhões, 32,6% do total, em 2004; e, R\$475,6 bilhões, 65,3% do total, a partir de janeiro de 2005.

As operações de *swap* cambial atingiram R\$91,3 bilhões em novembro, comparativamente a R\$107,7 bilhões em agosto. O resultado dessas operações, definido como a diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$3,7 bilhões, no trimestre, no critério de competência. No critério caixa, o resultado favorável atingiu R\$2,8 bilhões.

Dívida líquida do setor público

A dívida líquida do setor público não financeiro totalizou R\$905,3 bilhões, 57,2% do PIB, em novembro,

Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2002		2003			
	Dezembro		Até novembro		Novembro	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	881 108	55,5	905 293	57,2	15 257	- 0,1
Fluxos	Acumulados no ano			Novembro		
Var. DLSP	220 241	2,9	24 185	1,7	15 257	- 0,1
Fatores	220 241	13,9	24 185	1,5	15 257	1,0
NFSP	61 614	3,9	66 012	4,2	6 321	0,4
Primário	-52 390	- 3,3	-70 294	- 4,4	-6 259	- 0,4
Juros	114 004	7,2	136 306	8,6	12 579	0,8
Ajuste cambial	147 225	9,3	-58 797	- 3,7	8 555	0,5
Dív. interna ^{1/}	76 662	4,8	-21 081	- 1,3	2 572	0,2
Dív. externa	70 564	4,4	-37 716	- 2,4	5 983	0,4
Outros ^{2/}	753	0,1	15 083	1,0	196	0,0
Reconhecimento de dívidas	14 286	0,9	1 887	0,1	184	0,0
Privatizações	-3 637	- 0,2	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento PIB		- 11,0		0,1		- 1,0

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

2/ Paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida.

comparativamente a R\$891,3 bilhões, 59,1% do PIB, em agosto, e a R\$881,1 bilhões, 55,5% do PIB, em dezembro de 2002.

A evolução de 1,66 p.p. do PIB, registrada pela dívida líquida no ano, refletiu impactos de 4,17 p.p. determinados pelas necessidades de financiamento; de 0,95 p.p. associado à variação de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida; de 0,12 p.p. em função de reconhecimento de dívidas; e de 0,14 p.p. resultante do declínio do PIB valorizado. Em sentido inverso, o impacto da apreciação cambial acumulada no ano proporcionou redução da dívida líquida equivalente a 3,71 p.p., no ano.

A dívida bruta do governo geral, que compreende governo federal, governos estaduais e governos municipais, totalizou R\$1.247,2 bilhões, 78,7% do PIB, em novembro, comparativamente a R\$1.210,8 bilhões, 80,3% do PIB, em agosto e a R\$1.132,9 bilhões, 71,4% do PIB, em dezembro de 2002.

3.4 Conclusão

O comportamento das operações de crédito, no terceiro trimestre, evidencia trajetória de recuperação do canal de financiamento do setor privado pelo sistema financeiro, superando, assim, persistente período de estagnação. Nesse contexto, o crescimento observado no volume de crédito além de refletir a retomada recente e o aumento sazonal da atividade produtiva, esteve associado à maior demanda por parte das famílias, expressa sob a forma de aquisição de bens duráveis, resultante de estímulos ao mercado de crédito.

Nesse sentido, assinala-se a contribuição da retração das taxas ativas de juros, bem como dos *spreads* praticados pelo sistema bancário, movimento resultante da flexibilização da política monetária, por meio da redução da taxa básica de juros, e do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista. Assim, viabilizada pelo cenário de estabilidade macroeconômica, a redução do custo dos empréstimos aliada às medidas de estímulo ao crédito, como aquelas voltadas para a ampliação do microcrédito e dos empréstimos em consignação em folha de pagamento, reforçam as expectativas de que esse canal passe a concorrer de forma consistente para a recuperação da atividade produtiva.

Deve-se observar, contudo, que o crescimento esperado, iniciado pelo consumo das famílias e que deverá ser seguido pela demanda por investimentos por parte das empresas, estará condicionado pelos limites de renda e emprego, em processo de recuperação.

O desempenho fiscal em todos os segmentos do setor público ratifica a expectativa de cumprimento das metas definidas para o ano. Os resultados obtidos até novembro evidenciam menor participação das empresas estatais no superávit do setor público. Em sentido contrário, o ajuste fiscal efetuado no âmbito do governo central mais do que compensou o desempenho daquele segmento, mantendo o resultado consolidado em nível compatível com as metas programadas.

Ressalte-se que a magnitude do ajuste realizado pelo governo central, com maior ênfase nas despesas, contrabalançou, com folga, a perda de arrecadação extraordinária percebida no exercício anterior e a redução tributária inerente à desaceleração da atividade econômica.

A evolução favorável dos principais condicionantes da evolução da dívida líquida, refletida na trajetória declinante da taxa Selic, na estabilidade da taxa de câmbio e na continuidade de obtenção de resultados fiscais favoráveis em todos os segmentos do setor público, deverá contribuir para a manutenção do equilíbrio da relação dívida/PIB. Além disso, o início do processo de retomada da atividade econômica reforça a expectativa, no médio prazo, de declínio daquela relação.

A evolução recente das três principais regiões econômicas, evidenciada pela aceleração nos Estados Unidos e pela manutenção e retomada do crescimento no Japão e na Área do Euro, respectivamente, sugere recuperação econômica mundial mais consistente nesta segunda metade do ano. Pela primeira vez desde 2000, essas três regiões estão crescendo ao mesmo tempo, sinalizando o fim da tendência de desaquecimento econômico, não obstante haja incertezas sobre a intensidade dessa recuperação, uma vez que persistem os desequilíbrios acumulados nos ciclos econômicos anteriores.

A retomada do crescimento econômico mundial, além de seguir de perto a evolução da economia norte-americana, tem sido favorecida pelo desempenho dos países do Sudeste Asiático, em especial da China, com reflexos mais diretos sobre o Japão, cuja evolução do PIB sinaliza o início da recuperação econômica do país, após anos de recessão.

A melhoria do cenário internacional está intimamente relacionada ao comércio mundial. Aqui, novamente, o vigor da expansão do comércio externo chinês concorreu para estimular o desenvolvimento de vários países da Ásia e para a retomada da atividade econômica para aqueles países mais integrados à economia chinesa, como Japão e Coréia do Sul, além de países de outras regiões.

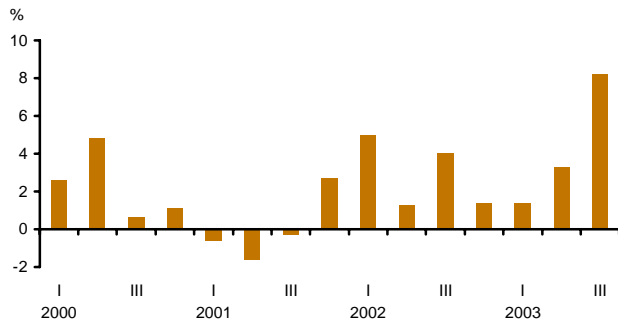
Nos mercados emergentes de maneira geral, o fortalecimento dos fundamentos econômicos e a melhor avaliação pelos mercados financeiros do risco desses países consubstanciou um quadro positivo para o financiamento externo, associado ao maior dinamismo do comércio mundial.

4.1 Atividade econômica

A retomada do crescimento da economia norte-americana e os resultados positivos, ainda que moderados,

assinalados no Japão e na Área do Euro no terceiro trimestre, confirmaram as expectativas otimistas quanto à recuperação da economia mundial no segundo semestre de 2003. A ampliação do alcance geográfico do reaquecimento econômico, os sinais positivos do mercado de trabalho nos Estados Unidos e a manutenção do contexto de baixa inflação e políticas monetárias expansionistas, em escala mundial, são fatores que sugerem a continuidade do atual impulso de crescimento econômico. Por outro lado, persistem importantes desequilíbrios que podem obstar a sustentabilidade da recuperação, particularmente no médio prazo. Figuram aí os déficits nas contas públicas e em transações correntes da economia norte-americana, a debilidade do sistema financeiro japonês e os problemas fiscais das principais economias da Área do Euro.

PIB – Estados Unidos^{1/}



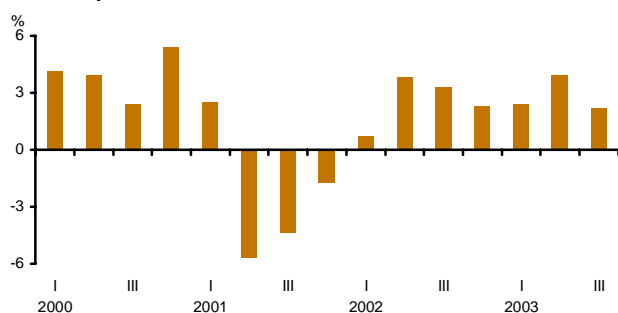
Fonte: Bureau of Labor Statistics

1/ Variação trimestral anualizada e dessazonalizada.

O PIB dos Estados Unidos cresceu 8,2% no terceiro trimestre, em termos anualizados, relativamente ao período anterior. A decomposição desse resultado, pela ótica da demanda, mostra forte expansão do investimento privado e do consumo de bens duráveis. Adicionalmente, registre-se o desempenho favorável das exportações, o que demonstra que, no terceiro trimestre, a recuperação atingiu de forma generalizada os principais setores da economia norte-americana.

A recuperação do emprego nos Estados Unidos é um dos aspectos mais importantes para que se possa confirmar a sustentabilidade do crescimento. Embora as taxas de desemprego apontem declínio gradativo e a quantidade de trabalhadores não agrícolas sinalize, ainda que timidamente, recuperação, a evolução do emprego ainda não se mostra conclusiva. Nesse sentido, se por um lado a margem expressiva de capacidade ociosa na indústria resulta em condições favoráveis para novas contratações, em sentido inverso, a crescente produtividade retarda a recuperação do mercado de trabalho.

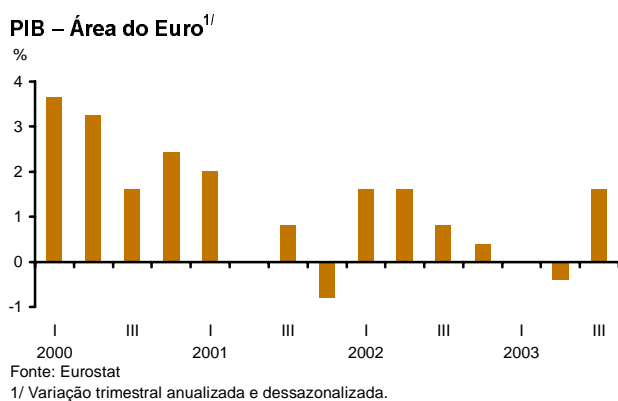
PIB – Japão^{1/}



Fonte: Economic Planning Agency

1/ Variação trimestral anualizada e dessazonalizada.

As economias do Japão e da Área do Euro encontram-se em posição semelhante à experimentada pela economia americana no início do ano. Indicadores de expectativas de empresários e consumidores avançam positivamente, ao mesmo tempo em que surgem resultados efetivos, porém discretos, de recuperação do nível de atividade. O PIB japonês registrou crescimento anualizado de 2,2% no terceiro trimestre, impulsionado pelos investimentos privados residencial e não residencial e pelas exportações. Adicionalmente, ocorreram crescimentos mensais da produção industrial de 3,8% em setembro e de 0,8% em outubro.



Na Área do Euro, o PIB cresceu 1,6% no terceiro trimestre, em termos anualizados, sendo a principal contribuição proveniente das exportações. Expectativas dos empresários prosseguem em consistente elevação, em especial na Alemanha e na França.

Nos países emergentes, o destaque continua sendo o excepcional desempenho das economias do Leste Asiático, em especial a China, cujo PIB, no terceiro trimestre do ano, com ajuste sazonal, apresentou taxa anualizada de expansão de 17,6%. A evolução recente da atividade industrial sustenta essa trajetória, registrando-se, em outubro, aumentos mensal de 1,7% e anual de 17,2%, superiores, nos dois critérios, aos assinalados em setembro e em agosto. Esse dinamismo deveu-se, em grande parte, ao desempenho das empresas de capital estrangeiro, cuja produção se destina primordialmente à exportação.

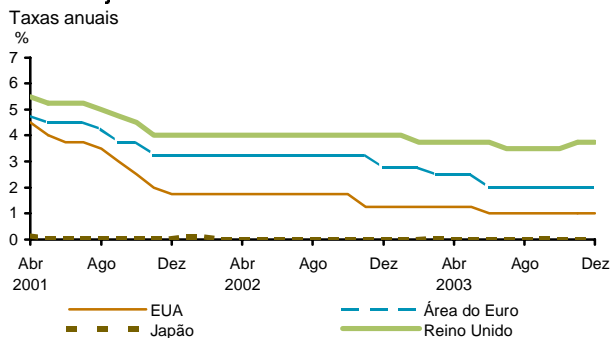
Na América Latina, a recuperação na Argentina, depois de crescimento do PIB de 5,4% no primeiro trimestre de 2003, seguiu em ritmo forte, com crescimento de 7,6% no segundo trimestre, acompanhada por forte aumento na confiança do consumidor. No terceiro trimestre, o índice de confiança do consumidor recuou, o que pode demonstrar necessidade de alguma cautela quanto à sustentabilidade da retomada da atividade econômica.

4.2 Política monetária e inflação

Com a recuperação da demanda global, consolidou-se a perspectiva de elevação das taxas de juros oficiais nas principais áreas econômicas – com exceção, ainda, do Japão. Nesse contexto, no princípio de novembro, os bancos centrais da Austrália e da Inglaterra davam início ao ciclo de política monetária menos acomodatória.

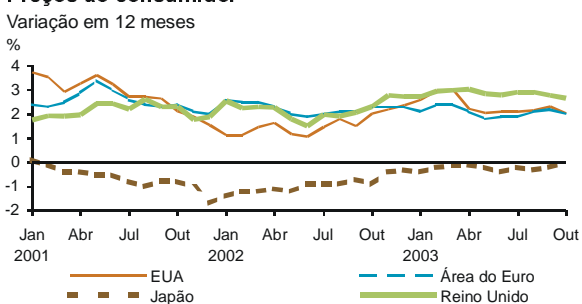
Nos Estados Unidos, o *Federal Reserve* (Fed) manteve a meta para os *fed funds* em 1% a.a., nível mais baixo dos últimos quarenta anos, mesmo depois de conhecidos os números do PIB para o terceiro trimestre, em que a economia norte-americana deu mostras de vigoroso crescimento. A política monetária seguida desde o estouro da “bolha”, consubstanciada em cortes acentuados de juros em 2001, e em postura acomodatória desde o ano passado, parece ter sido exitosa no reequilíbrio da posição financeira do setor privado, notadamente do setor corporativo, cujas despesas de investimento mostraram forte recuperação nos dois últimos trimestres. No caso das famílias, contudo, o ainda elevado endividamento indica que

Taxas de juros oficiais



Fonte: Federal Reserve, BCE, Banco do Japão, Banco da Inglaterra

Preços ao consumidor



Fonte: Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Bloomberg, Office for National Statistics

esse ajustamento não se completou. O esperado cenário de taxas de juros em elevação pode dificultar o serviço de suas dívidas e, conseqüentemente, desestabilizar o mercado hipotecário. No momento, porém, as evidências são de que o Fed deve seguir política de elevação gradual das taxas de juros somente a partir de meados do próximo ano. A perspectiva para a inflação é de pequena elevação a partir do baixo patamar atual.

Na Área do Euro, o cenário macroeconômico também apresentou relativa melhora nos últimos meses. Sinais mais consistentes de crescimento da demanda, inclusive da demanda externa, vêm ocorrendo a despeito da apreciação do euro. Todavia, ainda parece pouco provável que uma elevação dos juros básicos pelo Banco Central Europeu (BCE) tenha lugar no futuro próximo. Isso porque o crescimento anêmico da região no período recente recomendaria, a princípio, postura mais cautelosa do BCE, para evitar que a expansão seja prematuramente sufocada pela alta dos juros. Por outro lado, os diferenciais de produtividade entre os Estados Unidos e a Área do Euro e seus impactos sobre a taxa de crescimento do PIB potencial apontam para menor flexibilidade do BCE na execução da política monetária comparativamente ao Fed. Ademais, com a menor flexibilidade de preços na Área do Euro, a inflação na região tem-se situado muito próxima ao limite da meta anual de 2%. Isso, em parte, explica a tenacidade da política monetária do BCE, que evitou cortes pronunciados de juros mesmo quando o lento crescimento e a contínua apreciação da moeda pareciam autorizar atitude mais ousada.

Em suma, mesmo quando o crescimento da região se firmar em bases mais sólidas, a moeda valorizada continuará representando sério obstáculo à adoção de política monetária mais restritiva. Esse fator pode vir a ser paulatinamente anulado, contudo, pelo diferencial de crescimento em favor da economia norte-americana, que deve ser acompanhado pelo fortalecimento do dólar.

O Banco da Inglaterra decidiu aumentar os juros básicos de 3,5% a.a. para 3,75% a.a. em reunião do Comitê de Política Monetária realizada em novembro. Essa decisão foi mantida na reunião de dezembro, ratificando as previsões de que o processo de elevação dos juros deve ser gradual. A principal justificativa para a inversão da política monetária foram os sinais mais consistentes de recuperação da economia mundial e os temores quanto à formação de “bolha” no setor imobiliário. Na verdade, tanto em fevereiro quanto em julho, a autoridade monetária do Reino Unido havia feito movimentos de cortes de juros, como forma de

oferecer um “seguro” contra os riscos representados pela então débil recuperação da demanda global, aproveitando-se, para tal, da folga proporcionada pela apreciação da libra esterlina. Posteriormente, a maior preocupação do banco central passou a ser desinflar a bolha de ativos no setor imobiliário, por meio de política monetária menos acomodatória.

Em reunião no dia 10 de outubro, o Banco do Japão (BoJ) reforçou mais uma vez os estímulos monetários, mantidos nas reuniões subseqüentes, apesar das evidências mais seguras de recuperação, expressas no crescimento do PIB real no terceiro trimestre do ano, perfazendo sete trimestres consecutivos de expansão. De maneira a aumentar a flexibilidade dos instrumentos de política monetária, o BoJ elevou o limite superior da banda do saldo das reservas bancárias no banco central em ¥2 trilhões. Desse modo, a nova meta para o saldo agora está entre ¥27 trilhões e ¥32 trilhões. Além disso, o BoJ estendeu, de seis meses para um ano, a maturidade máxima das operações de compra de títulos do governo japonês em acordos de recompra. A autoridade monetária tem reafirmado seu compromisso de manter a política de relaxamento monetário até que o núcleo do índice de preços ao consumidor registre inflação zero, ou positiva, em bases anuais. Isso porque a renitente deflação de preços tem impedido que o crescimento do produto real se traduza em expansão do produto nominal.

Depois de breve pausa em setembro, as moedas do Japão, da Coréia do Sul e da Tailândia voltaram a alinhar-se ao dólar. O descolamento das cotações naquele período derivou, em parte, de movimentos especulativos que procuraram antecipar-se à apreciação das moedas, como resultado da orientação do G-7 em favor da flexibilização das taxas de câmbio. Retornou-se, assim, ao mercado intervencionismo cambial que tem caracterizado a atuação dos bancos centrais da região. Muitas vezes, a acumulação de reservas internacionais derivada da compra de divisas de exportação sequer é “esterilizada”, fazendo com que a política monetária seja fortemente expansionista. Em alguns países, como China e Malásia, a não-esterilização é compensada pelos controles de capital.

Todavia há pressões pela apreciação das moedas. As autoridades chinesas resistem à apreciação, principalmente pelos efeitos desfavoráveis que poderia provocar sobre o frágil sistema bancário do país. Em que pese o vigoroso crescimento, a inflação na China permanece baixa, se bem que comece a dar sinais de elevação. Em caso de aceleração, pode ser que as autoridades chinesas

recorram à apreciação do renminbi como mecanismo deflacionista.

Na América Latina, a desaceleração da inflação ao consumidor vem oferecendo margem para o relaxamento gradual da política monetária. Em países como Argentina e México, onde a quantidade de moeda constitui-se em meta intermediária e, portanto, as taxas de juros são determinadas pelo mercado, a oferta monetária já está em expansão. No Chile, a inflação se encontra abaixo da meta, o que pode justificar a implementação de política monetária ainda mais expansionista. Como muitos países da região seguem política de alinhamento ao dólar, as melhores perspectivas de crescimento da economia norte-americana devem colaborar para postura mais acomodatória da política monetária. A elevada liquidez internacional e a menor aversão ao risco têm facilitado o financiamento do balanço de pagamentos, e, com isso, flexibilizado o uso dos instrumentos de política monetária.

4.3 Política fiscal

A política fiscal, nas economias desenvolvidas, deve manter-se acomodatória em 2004. Nos Estados Unidos, os estímulos fiscais aplicados em 2003 contribuiram no apoio ao nível de atividade e não se espera mudança significativa de postura em curto e médio prazos. Mais à frente, a sustentabilidade da recuperação econômica, caso se confirme, tende a favorecer eventual ajuste fiscal. Porém, a atual trajetória de ampliação do déficit público, em conjunção com o déficit em transações correntes, elevam o risco de que sejam afetadas as credibilidades dos títulos públicos americanos e do dólar.

Na Área do Euro, a tolerância com relação aos déficits públicos das principais economias foi, de certa forma, oficializada ao final de novembro, quando ministros das finanças da União Européia decidiram não aplicar sanções à Alemanha e à França pelos déficits superiores aos permitidos pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento. Ficou acordado que o ajuste das contas públicas nos dois próximos anos deverá ser mais suave que o pretendido pela Comissão Européia e que os dois países terão até 2005 para reduzir seus déficits para menos de 3% de seus PIB. Prevaleceu o entendimento de que a recuperação econômica é mais importante que a busca do equilíbrio fiscal no curto prazo. Ademais, a deterioração das contas públicas é decorrente da desaceleração do nível de atividade e não de relaxamento da disciplina fiscal. Vale ainda notar que a

implementação de reformas estruturais que atingem a seguridade social, o mercado de trabalho e o sistema tributário, com impacto direto sobre as contas públicas, vem progredindo de forma significativa na Alemanha, na França e na Itália.

4.4 Mercados financeiros internacionais

Os fluxos de capitais têm sido favorecidos pela elevada liquidez internacional e pelo aquecimento do nível de atividade nos principais blocos econômicos, proporcionado pelas políticas monetária e fiscal expansionistas.

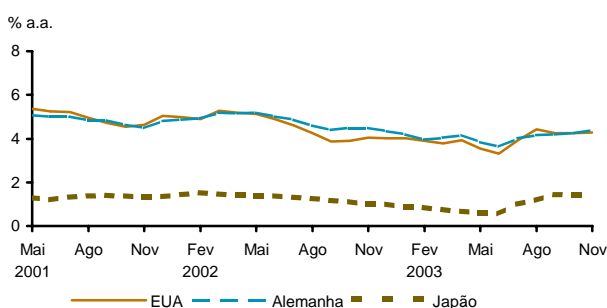
A condução das políticas monetárias e a persistência de incertezas relacionadas à sustentabilidade do crescimento da economia norte-americana vêm determinando a manutenção das taxas de juros de longo prazo em patamares historicamente baixos nos maiores centros financeiros internacionais, o que favorece a continuidade do processo de ajustamento econômico financeiro dos agentes privados nas economias desenvolvidas e a captação de recursos pelas economias emergentes.

Segundo o *Bank for International Settlements (BIS)*, no terceiro trimestre de 2003 houve redução de 14% nas emissões líquidas de títulos no mercado internacional, devida à maior volatilidade nas taxas de juros de longo prazo durante agosto. Esse resultado esteve associado, fundamentalmente, à retração de US\$208,3 bilhões para US\$125,1 bilhões nas emissões líquidas na Área do Euro, registrando-se, em sentido inverso, aumento de 202% nas emissões líquidas americanas, que alcançaram US\$88,1 bilhões.

As compensadoras relações de risco-retorno apresentadas pelos mercados emergentes e o reforço dos fundamentos econômicos em vários países da América Latina também vêm contribuindo para a recuperação dos fluxos globais. Segundo o BIS, no terceiro trimestre, houve aumento de 62% nas emissões de títulos dos países em desenvolvimento em comparação com o trimestre anterior, atingindo US\$19,5 bilhões.

O *Institute of International Finance (IIF)* prevê que os fluxos líquidos de capital privado para os países emergentes alcançaram US\$161,9 bilhões, em 2003, cerca de US\$40 bilhões acima do observado em 2002. Desse total, a Ásia deve receber cerca de US\$84,2 bilhões, o que

Retorno sobre títulos do Tesouro^{1/}

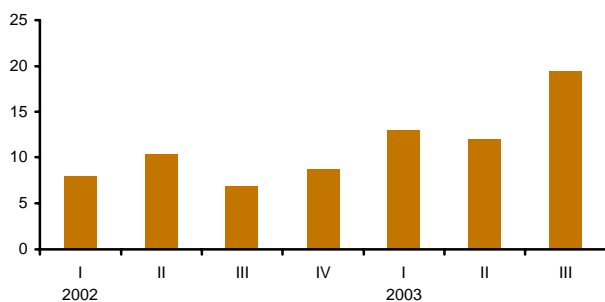


Fonte: Bloomberg

1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de 10 anos.

Emissões líquidas de países emergentes

US\$ bilhões



Fonte: BIS, *Quarterly Review*

Fluxo líquido de capital para economias emergentes

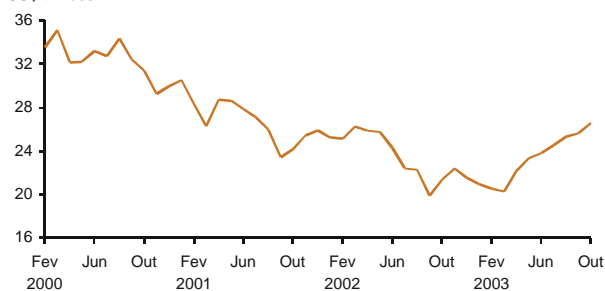
Discriminação	US\$ bilhões			
	2001	2002	2003 ^{1/}	2004 ^{1/}
Fluxos privados	133,2	121,2	161,9	185,7
América Latina	51,9	15,0	26,4	39,4
Investimento direto líquido	142,8	112,1	102,8	119,0
América Latina	60,7	35,2	24,8	32,4
Investimento de portfólio líquido	7,1	-0,9	13,3	16,9
América Latina	-1,3	-2,2	-0,6	-0,2
Empréstimos bancários	-26,6	-5,7	13,4	10,4
América Latina	-9,6	-14,0	-6,0	-6,2
Outros capitais privados	149,9	111,1	116,1	135,9
América Latina	59,4	33,0	24,2	32,2
Capital oficial total	11,1	-3,2	-5,0	-9,1
América Latina	22,9	7,9	11,1	-1,3

Fonte: IIF – Setembro de 2003

1/ Projeção.

Capitalização acionária^{1/}

US\$ trilhões

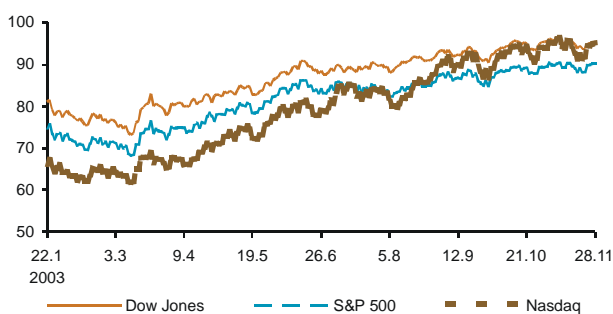


Fonte: Federação Internacional das Bolsas de Valores

1/ Dados de 35 bolsas de valores mundiais.

Bolsas de valores – EUA

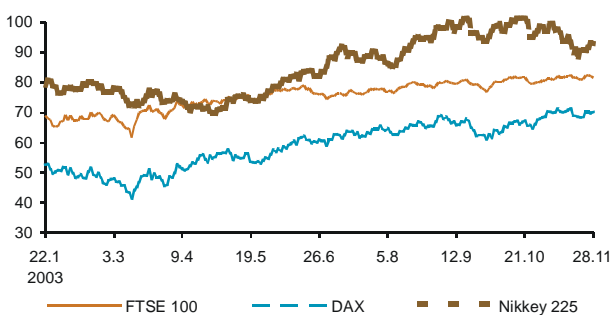
4.1.2002=100



Fonte: Bloomberg

Bolsas de valores – Europa e Japão

4.1.2002=100



Fonte: Bloomberg

equivale a 52% do total, e a América Latina, US\$26,4 bilhões, 16% do total.

Os mercados acionários nos países industrializados apresentaram trajetória vacilante de setembro a novembro, descolando da influência dos indicadores macroeconômicos que apontaram melhora nas perspectivas de recuperação da economia global. A valorização limitada das bolsas de valores não impediu, no entanto, que o valor de mercado das empresas listadas nas 35 maiores bolsas de valores do mundo alcançasse US\$26,6 trilhões, em outubro, melhor nível desde julho de 2001, embora ainda distante dos valores registrados em 2000.

Nos Estados Unidos, o anúncio do crescimento econômico acima do esperado no terceiro trimestre e os resultados corporativos favoráveis no mesmo período não sustentaram o forte ciclo de expansão dos mercados acionários. Nesse sentido, a evolução das bolsas apresentou-se volátil de setembro a novembro, embora mantendo-se em evolução ascendente, como demonstrado pelos indicadores DJIA e *Standard & Poor's 500* (S&P 500), referentes à bolsa de Nova Iorque, e pelo indicador setorial da Nasdaq. Concomitantemente, a manutenção de uma relação entre preços e lucros em níveis ainda elevados expõe o risco de que uma dinâmica desfavorável dos ganhos corporativos possa incorrer em redução dos preços das ações.

Os mercados acionários da Europa e do Japão apresentaram trajetórias diferenciadas entre si durante o terceiro trimestre. Enquanto na Europa as bolsas apresentaram evolução positiva, ainda que em ritmo vacilante, no Japão os ativos de renda variável apresentaram redução do seu valor, refletindo incertezas quanto à sustentação do desempenho favorável da economia. Em ambas as regiões, no entanto, os investimentos em ações permanecem registrando retornos positivos no acumulado do ano, com os indicadores *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), referente à bolsa de Londres, *Deutscher Aktienindex* (DAX), da bolsa de Frankfurt, e *Nikkei 225*, associado à bolsa de Tóquio, acumulando expansões entre 10% e 29%, em moeda local.

A redução da aversão ao risco e o quadro de liquidez abundante induziram à elevação dos investimentos em portfólio nos países emergentes, contribuindo para expressiva valorização dos ativos de renda variável, especialmente nos mercados latino-americanos e asiáticos. Na América Latina, o cenário macroeconômico mais

Capitalização acionária – América Latina^{1/}

US\$ bilhões



Fonte: Federação Internacional das Bolsas de Valores

1/ Dados das Bolsas de São Paulo, Buenos Aires, Cidade do México e Santiago.

favorável consubstanciou-se em crescimento, em outubro, comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, de 68% na capitalização acionária da bolsa de São Paulo, de 123% na bolsa de Buenos Aires, de 88% na bolsa de Santiago e de 14% na bolsa da Cidade do México, todos medidos em dólares norte-americanos. Em conjunto, o valor de mercado das empresas cotadas nessas quatro bolsas de valores atingiu US\$423 bilhões.

Desde meados de junho, o mercado cambial vem se caracterizando pela oscilação mais ampla do valor do euro frente, principalmente, ao dólar norte-americano. Os principais fatores condicionantes desse comportamento têm sido a variação de expectativas quanto à sustentabilidade do crescimento econômico nos Estados Unidos, seu efeito sobre o déficit em transações correntes daquele país e a possibilidade de seu financiamento.

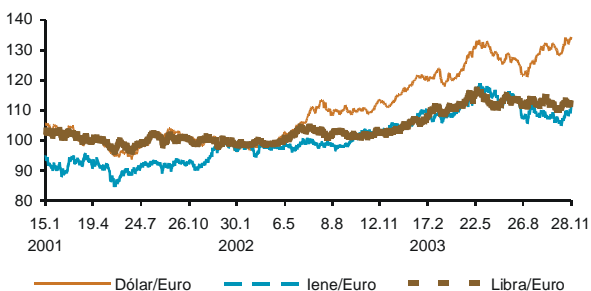
De junho até o início de setembro, devido à perspectiva de continuidade do posicionamento expansionista das políticas monetária e fiscal e à melhoria dos indicadores econômicos da economia norte-americana, o dólar apresentou tendência de apreciação frente ao euro. A expansão mais acelerada da economia americana em relação às economias dos demais centros econômico-financeiros do mundo teve impacto direto sobre as expectativas quanto ao financiamento do crescente déficit em transações correntes daquele país, uma vez que o crescimento sustentado traz em seu bojo a valorização de ativos, o aumento das taxas de juros e tende a promover o ressurgimento de oportunidades para investimentos estrangeiros diretos no país.

A partir de setembro, entretanto, traduzindo dúvidas quanto à sustentabilidade da retomada da economia dos Estados Unidos, o dólar voltou a depreciar-se diante do euro, cuja cotação, ao final de novembro, alcançou o nível mais alto historicamente – ainda que pouco superior à observada em meados de junho.

Influenciada pela política do governo japonês de estabilidade do iene frente ao dólar, a partir de junho, a moeda japonesa também tendeu a apreciar-se diante do euro, sem apresentar refluxo dessa tendência em setembro. Os principais condicionantes do comportamento da moeda japonesa desde então foram o aumento da confiança na recuperação da economia do país e a declaração realizada em 20 de setembro pelos ministros de finanças do G-7, a partir da qual os mercados avaliaram que o governo japonês transigiria em relação ao nível da paridade do iene frente

Cotações do euro

8.1.2002=100



Fonte: Bloomberg

ao dólar norte-americano, aceitando a apreciação da moeda do país com vistas ao ajuste gradual e amplo no sistema financeiro internacional.

4.5 Comércio mundial

Em seu relatório "*World Economic Outlook*" de setembro, o FMI reviu as projeções apresentadas no relatório de abril sobre o crescimento do volume do comércio mundial de bens e serviços em 2003 e 2004, de 4,7% e 6,2%, para 2,9% e 5,5%, respectivamente. As previsões são mais modestas que as divulgadas pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em seu "*Economic Outlook*" de novembro, que prevê crescimentos de 4% em 2003, 7,8% em 2004 e 9,1% em 2005. O cenário promissor projetado pela OCDE reflete sinais consistentes de que a economia global está de fato se recuperando, tendo em vista o aquecimento na América do Norte, Ásia e Reino Unido, além de perspectiva positiva para a Europa continental.

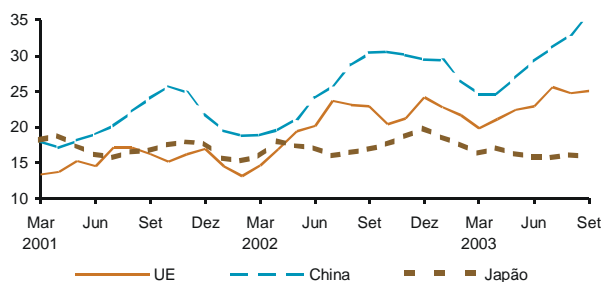
A rigor, o que chama a atenção é a sincronia na recuperação dessas economias, fato que deve dar sustentabilidade ao aquecimento do comércio global e à recuperação dos preços das *commodities*, efeitos já sentidos pelos países em desenvolvimento, que têm obtido saldos comerciais mais favoráveis motivados pela melhora dos termos de troca.

Podem-se distinguir dois fatores que impulsionaram o aquecimento do comércio mundial. De um lado, a expressiva retomada do crescimento americano, consolidada no terceiro trimestre, tem impulsionado fortemente as exportações européias e asiáticas, principalmente da China. De outro, o vigoroso crescimento das economias asiáticas, lideradas pela China, tem gerado externalidades positivas ao Japão e à América Latina, com exceção do México.

No caso dos Estados Unidos, o crescimento da economia parece mais do que compensar os efeitos da depreciação do dólar sobre as importações, que têm apresentado trajetória crescente. As exportações, após manterem-se relativamente estáveis nos primeiros meses do ano, apresentaram crescimento no quadrimestre junho-setembro, favorecendo a acomodação do déficit comercial.

Déficit comercial – EUA^{1/}

US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg
1/ Média móvel trimestral.

Todavia, apesar de certa estacionaridade a partir de setembro de 2003, o forte crescimento norte-americano no terceiro trimestre e os crescentes déficits comerciais com a Ásia, especialmente China, e União Européia (UE), põem em dúvida a capacidade norte-americana de reverter esses vazamentos. O déficit comercial com o Japão parece ter se estabilizado, porém em patamar consideravelmente alto.

A participação das economias asiáticas no comércio mundial é cada vez mais sólida. A partir de uma estrutura de produção verticalizada em que a China, com seu crescimento vigoroso, é o centro gravitacional, essas economias exploram suas vantagens comparativas, de modo que as etapas do processo produtivo são divididas entre os países da região. O comércio intra-sudeste asiático é cada vez mais intenso e a região tem apresentado forte superávit comercial com praticamente todas as demais regiões do globo, o que reflete a competitiva divisão do trabalho na região.

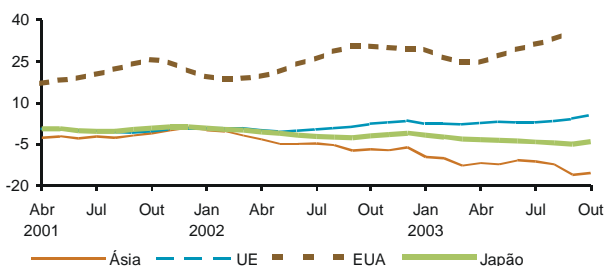
O vigor da expansão do comércio exterior chinês, que nos últimos doze meses registrou aumento de 40% nas importações, concorreu para converter o país no segundo motor do crescimento global, superado apenas pelos Estados Unidos, e no principal comprador de produtos dos demais países da Ásia, em particular dos mais integrados à economia chinesa, como Japão, Coréia do Sul e Taiwan.

Apesar de possuir grandes déficits comerciais com a maioria dos países do leste asiático, reflexo da regionalização da produção, a China possui grandes superávits com os Estados Unidos e a União Européia, que lhe garantem resultado líquido positivo em sua balança comercial. Nos primeiros nove meses do ano, o superávit acumulado no comércio chinês com os Estados Unidos totalizou US\$89,7 bilhões, o que representa cerca de um quarto do déficit comercial norte-americano. Esse saldo, aliado à rápida acumulação de reservas externas, que em outubro alcançaram US\$401 bilhões, motivaram recentemente a discussão sobre a necessidade de o governo chinês alterar o regime cambial, que estaria contribuindo para aumentar o crescente déficit comercial norte-americano.

No Japão, as exportações continuam a apresentar trajetória ascendente, motivada pelas vendas de eletrônicos e pela forte parceria comercial com a China. Em setembro, as exportações japonesas para a China cresceram 42% em relação ao total registrado no mesmo período de 2002.

Saldo comercial – China^{1/}

US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg
1/ Média móvel trimestral.

Verifica-se expressivo crescimento do superávit comercial japonês com a Ásia e certa estabilidade do saldo positivo com a UE e com os Estados Unidos. Pelo ritmo do estreitamento comercial entre Japão e demais países da Ásia, brevemente o superávit comercial japonês com a Ásia ultrapassará aquele obtido com os Estados Unidos.

Assim como no Japão, a recuperação econômica da UE está sendo impulsionada pelo crescimento dos fluxos de comércio externo, que se recuperaram sensivelmente no terceiro trimestre. O resultado de setembro da balança comercial alemã pode significar um movimento de inflexão para cima tanto das exportações quanto do superávit comercial, que vinham declinando nos últimos meses. A Alemanha apresentou superávit comercial de €14,3 bilhões em setembro, ante €11,8 bilhões no período correspondente de 2002.

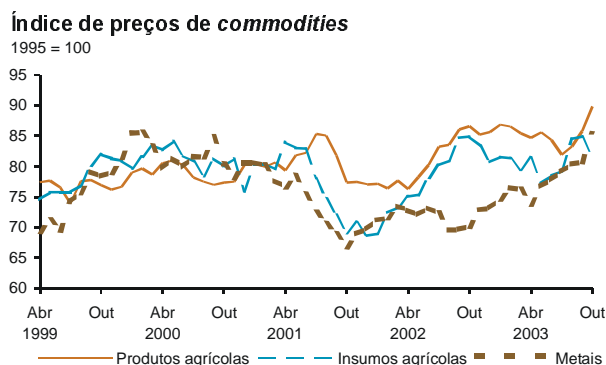
O comércio externo da América Latina também foi influenciado pela expansão asiática. De maneira geral, países como Brasil, Argentina e Chile, grandes exportadores de produtos primários, têm sido beneficiados pelo crescimento da demanda asiática por *commodities* como soja, trigo, ferro e aço, enquanto o mercado para economias especializadas em exportações de manufaturados, como é o caso mexicano, vem tornando-se mais competitivo com a concorrência asiática.

4.5.1 *Commodities*

Enquanto o crescimento asiático e a conseqüente elevação da oferta de bens industriais têm deprimido os preços destes, os índices de preço das principais *commodities* apresentam movimento de recuperação, com tendência de crescimento, embora volátil, dos preços dos metais, insumos e produtos agrícolas.

Entre os metais, assinala-se a expressiva valorização do ouro, que no começo de dezembro atingiu a maior cotação em sete anos, movimento associado à forte depreciação do dólar e às incertezas sobre seu patamar de equilíbrio. A apreciação dos demais metais, assim como de grande parte das *commodities*, reflete, em parte, as elevadas importações chinesas, que em 2002 representaram 21% de todo alumínio comercializado no mundo, 24% do zinco e 23% do minério de ferro negociado.

Entre as *commodities* agrícolas, a cotação da soja continua em alta. O USDA, em seu relatório de novembro,

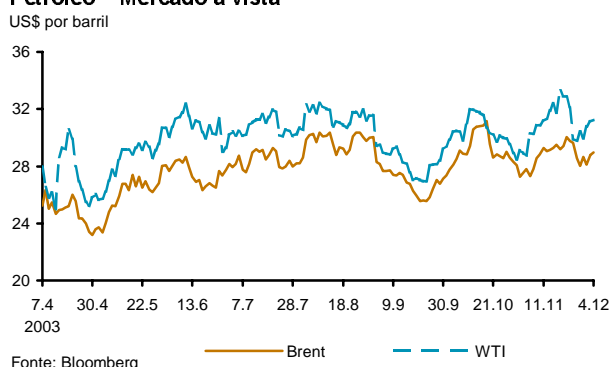


revisou para baixo mais uma vez a estimativa para a produção americana para 2003/04, refletindo ainda os efeitos da quebra de safra. Além disso, a forte demanda chinesa tem pressionado os preços para cima. O mercado de trigo também segue aquecido, uma vez que os estoques norte-americanos estão no menor nível em 25 anos e os mundiais estão em declínio.

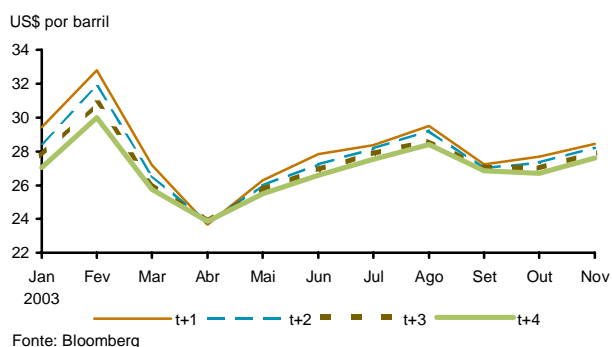
4.5.1.1 Petróleo

O preço do petróleo segue acima da banda de US\$22 – US\$28/barril estabelecida pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep). Em novembro, o preço médio do barril tipo *brent* situou-se em torno de US\$28,8. No entanto, os estoques mundiais começam a se recuperar lentamente, o que pode significar uma folga nos preços, que tenderiam a oscilar dentro da banda. Além disso, apesar da previsão de que a produção média diária da Opep em 2004 deva ser cerca de 0,7 milhão de barris inferior à de 2003, a produção dos países não membros da Opep deve crescer cerca de 1,3 milhão de barris diários em 2004 e seguem a expectativa de que a Rússia, segundo maior produtor de petróleo, não venha a limitar sua produção e de que a produção iraquiana deslanche. Os preços dos contratos futuros refletem esse cenário de recuo do preço do barril, mas sugerem que será um processo lento, com as cotações ficando abaixo de US\$28 apenas a partir de março de 2004.

Petróleo – Mercado à vista



Petróleo – Mercado futuro



4.6 Conclusão

O principal elemento a condicionar o desempenho da economia mundial no próximo ano será, ainda, a evolução da economia norte-americana, já que oscilações bruscas na maior economia mundial condicionam as flutuações nas demais áreas, em um importante mecanismo de transmissão dos ciclos econômicos.

Contempla-se para 2004 uma aceleração no ritmo de expansão da economia mundial, não descartando correções de rumo ao longo do ano, uma vez que estará condicionada à ação da política macroeconômica dos Estados Unidos. No entanto, não se vislumbra a possibilidade de mudanças bruscas na condução dessa política, de modo a alterar substancialmente a trajetória da economia mundial ao longo do próximo ano. O que se deve esperar é o monitoramento das autoridades monetárias norte-americanas no sentido de evitar a aceleração mais intensa do que a necessária, sem riscos inflacionários.

Em consequência do maior crescimento da economia global, o comércio internacional tenderá a mostrar maior ritmo de alta que em 2003, com impactos positivos sobre os preços das *commodities*, favorecendo o crescimento das economias em desenvolvimento.

Nos mercados financeiros, espera-se a manutenção, no início de 2004, de forte liquidez global e da demanda por ativos de maior risco. O maior desafio para o próximo ano será prever o momento de uma virada na política do Fed, que deverá traduzir-se em redução dos retornos dos ativos de maior risco, especialmente dos bônus da dívida dos mercados emergentes.

As expectativas em relação ao setor externo da economia brasileira melhoraram substancialmente ao longo de 2003. A recuperação do ambiente econômico, interno e externo, e a manutenção de política econômica consistente, conjugados com a continuidade do ajuste das contas externas têm contribuído para a percepção de cenário mais favorável ao Brasil, por parte dos investidores internacionais e domésticos. A partir dos recordes históricos das exportações em setembro e outubro, essa visão tornou-se mais evidente e proporcionou melhoria geral para o setor externo, com reflexos sobre as captações de bônus soberanos com *spreads* menores. Esse cenário tem facilitado o acesso de empresas residentes a recursos externos e garantido taxas de rolagem de dívida privada superiores a 100% no ano, mais que o dobro dos resultados obtidos em 2002. Desse modo, o fluxo líquido de capitais para o país tem sido positivo, acompanhado de melhoria do perfil de prazos.

O comportamento das contas externas em 2003 tem sido caracterizado pelo profundo ajuste que eliminou o déficit em transações correntes nos saldos no ano e em doze meses. O superávit atingiu US\$3,7 bilhões, no acumulado de doze meses até novembro, fortemente influenciado pelo saldo de comércio. Em menor grau, o desempenho favorável dessa conta proveio também da redução modesta, mas constante, no déficit da conta de serviços e rendas. Esse ambiente permite manter as perspectivas de resultados favoráveis no balanço de pagamentos brasileiro no restante de 2003 e em 2004.

Balança comercial – FOB

Período	Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões	
					Corrente de comércio
Jan-nov 2003	66 336	44 264	22 072		110 600
Jan-nov 2002	55 119	43 794	11 326		98 913
Var. %	20,3	1,1			11,8

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em 2002, 232 dias úteis; em 2003, 231 dias úteis.

5.1 Comércio de bens

As exportações brasileiras, em 2003, acentuaram o bom desempenho registrado desde meados de 2002, com sucessivos recordes mensais e crescimento de 20,3% no acumulado até novembro de 2003, comparativamente ao resultado no mesmo período do ano anterior. As importações

têm mostrado sinais de recuperação nos últimos meses, registrando, em novembro de 2003, crescimentos de 10,4%, relativamente ao mesmo mês de 2002, e de 1,1% se considerado o fluxo acumulado no ano. O superávit de janeiro a novembro alcançou US\$22,1 bilhões, ante US\$11,3 bilhões em igual período de 2002, enquanto a corrente de comércio cresceu 11,8% na mesma base de comparação.

Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	Acumulado		Var. %
	2002	2003	
Total	237,6	287,2	20,9
Básicos	67,6	84,5	25,1
Industrializados	164,1	197,5	20,3
Semimanufaturados	35,3	42,7	21,2
Manufaturados	128,9	154,8	20,1
Operações especiais	5,9	5,2	- 12,2

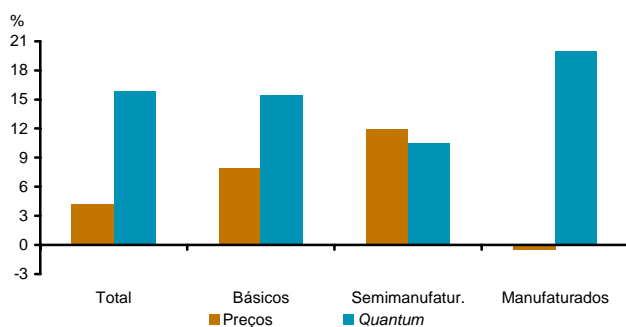
Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em 2002, 232 dias úteis; em 2003, 231 dias úteis.

O superávit acumulado em 2003 é qualitativamente diferente do verificado em 2002, uma vez que está associado, fundamentalmente, ao crescimento das exportações, enquanto no ano anterior o resultado havia sido sustentado pela redução das importações. Vários fatores contribuíram para o crescimento das exportações, destacando-se a depreciação cambial no segundo semestre de 2002 e início de 2003, que influenciou decisões dos exportadores que estariam se efetivando no atual momento; a recuperação da economia argentina; a expansão do comércio externo chinês após a entrada desse país na Organização Mundial do Comércio (OMC); a ampliação do relacionamento comercial com parceiros menos tradicionais, como os países do Oriente Médio, África e Europa Oriental; e a recuperação de preços de *commodities*.

O crescimento das exportações foi maior na categoria de produtos básicos, com aumento de 25,1% na média diária do período de janeiro a novembro de 2003, relativamente ao mesmo período de 2002. As vendas externas de semimanufaturados elevaram-se 21,2% e as de produtos manufaturados, 20,1%.

Exportações – Índices de preços e *quantum* Janeiro-outubro 2003/2002



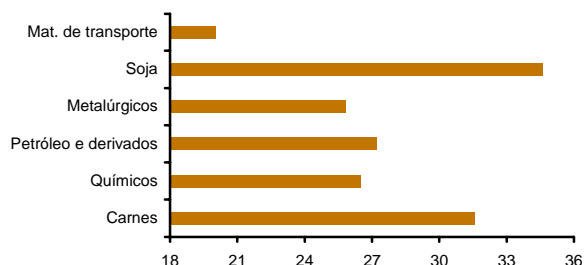
Fonte: Funcex

As três categorias de fator agregado apresentaram aumento de *quantum* e, excetuados os manufaturados, com pequena redução, também de preços. Dados da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) para o período de janeiro a outubro, referentes a produtos básicos, apontam para crescimento de 15,4% na quantidade exportada, e de 7,8% nos preços, ante igual período de 2002. Dentre os produtos com elevação nos preços, destacaram-se os do complexo soja e o café. Para os semimanufaturados, verificou-se crescimento de 10,5% no *quantum* e de 11,9% nos preços, sendo que a maior parte dos principais produtos apresentou taxas significativas de crescimento nos preços, destacando-se produtos semimanufaturados de ferro ou aço, óleo de soja em bruto, catodos de níquel, derivados do cacau e madeira laminada, todos com taxas superiores a 20%. A quantidade exportada de manufaturados cresceu 20%, enquanto os preços reduziram-se em 0,5%, com grande dispersão entre os produtos, aparecendo os derivados de

petróleo e os laminados planos com expressivo crescimento nos preços.

Exportações por principais setores – FOB – Janeiro-novembro/2003

Varição percentual sobre igual período do ano anterior^{1/}



Fonte: MDIC/Secex

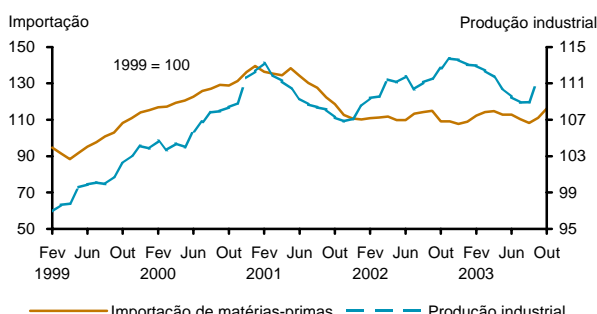
1/ Média diária. Em 2002, 232 dias úteis; em 2003, 231 dias úteis.

A média diária de janeiro a outubro de 2003 das exportações dos seis principais setores, responsáveis por cerca de 55% do total exportado no período, apresentou crescimento significativo, superior a 20%, relativamente a igual período de 2002. O maior crescimento foi o do complexo soja, 34,6%, atingindo US\$7,7 bilhões, dos quais cerca de 55% relativo a soja em grão e 30% relativo a farelo de soja. Os principais mercados para os produtos desse setor foram a China e a UE. As exportações de carnes cresceram 31,5% e somaram US\$3,7 bilhões, sendo 42% de carne de frango e 28% de carne de bovino. As carnes têm vários países como destino, principalmente na Europa, na Ásia e no Oriente Médio. As exportações de petróleo e derivados cresceram 27,2%, alcançando US\$4,5 bilhões, sobretudo em função das exportações de petróleo, óleos combustíveis e gasolina. Esse desempenho deveu-se, em parte, à elevação da cotação do petróleo no mercado internacional, em torno de 16,6%, se consideradas as médias de janeiro-novembro de 2003 e do ano anterior. Registraram-se, ainda, expressivos aumentos nas exportações de produtos químicos, 26,5%, de produtos metalúrgicos, 25,8%, e de material de transporte, 20%. As vendas externas desse último setor perfizeram US\$9,5 bilhões, equivalentes a 14,4% do total das exportações.

As importações apresentaram crescimento de 1,5% na média diária de janeiro a novembro de 2003, relativamente ao patamar do mesmo período de 2002. Esse resultado refletiu a redução da absorção doméstica, não obstante fossem registrados sinais de reversão dessa tendência nos últimos meses, acompanhando a recuperação da atividade industrial. Em novembro deste ano, as importações de bens de capital elevaram-se 10,9% e as de matérias-primas e produtos intermediários, 19,1%, relativamente às do mesmo mês de 2002. Na comparação com a média de outubro, contudo, as compras de bens de capital declinaram 5,5%.

Importação de matérias-primas x produção industrial

Índices dessazonalizados – Média móvel de 3 meses



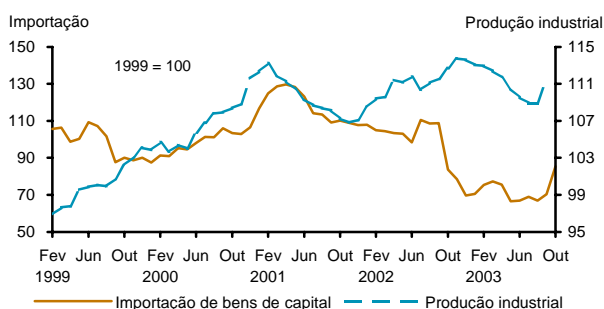
Fonte: IBGE e Funcex

As importações de matérias-primas e de produtos intermediários cresceram 8,7%, considerada a média diária de janeiro a novembro, assinalando-se expansões nas compras de nafta, 20,4%, e de combustíveis e lubrificantes, 9,9%, destacando-se a elevação de 21% nas importações de petróleo como resultado, principalmente, da elevação dos preços desse produto.

As importações de bens de consumo retraíram-se 6,9%, resultado de recuos de 9,1% no segmento de bens

Importação de bens de capital x produção industrial

Índices dessazonalizados – Média móvel de 3 meses



Fonte: IBGE e Funcex

Importação por categoria de uso final – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

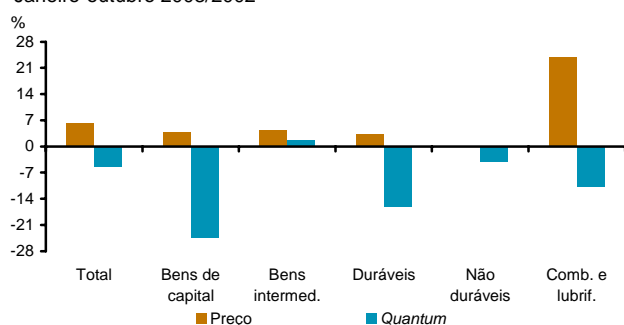
Discriminação	US\$ milhões		
	2002	2003	Var. %
Total	188,8	191,6	1,5
Bens de capital	47,0	40,9	- 12,9
Matérias-primas	93,7	101,9	8,7
Naftas	2,5	3,0	20,4
Bens de consumo	23,6	22,0	- 6,9
Duráveis	10,1	9,7	- 4,0
Automóveis de passageiros	3,0	2,4	- 20,6
Não duráveis	13,5	12,3	- 9,1
Combustíveis e lubrificantes	24,5	26,9	9,9
Petróleo	12,8	15,5	21,0

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em 2002, 232 dias úteis; em 2003, 231 dias úteis.

Importações – Índices de preço e quantum

Janeiro-outubro 2003/2002

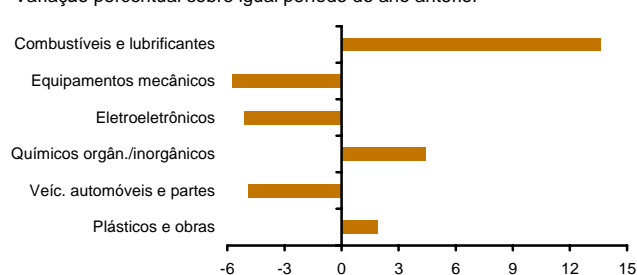


Fonte: Funcex

Importações por principais setores –

Janeiro-novembro/2003

Variação percentual sobre igual período do ano anterior^{1/}



Fonte: MDIC/Secex

1/ Média diária. Em 2002, 232 dias úteis; em 2003, 231 dias úteis.

não duráveis e de 4% no de bens duráveis, principalmente pela queda de 20,6% nas compras de automóveis de passageiros. Na categoria de bens de capital, mais afetada pela retração no nível de atividade industrial no primeiro semestre do ano, a redução alcançou 12,9% no período comparativo.

De acordo com a Funcex, registrou-se diminuição no *quantum* importado em todas as categorias, excetuando-se matérias-primas e produtos intermediários, que apresentaram aumento de 1,8% no período de janeiro a outubro, relativamente ao mesmo período do ano anterior. A maior redução ocorreu em bens de capital, 24,4%, em razão do menor nível de atividade industrial e de investimentos na primeira metade de 2003. Quanto aos preços, verificou-se crescimento em todas as categorias, mas principalmente em combustíveis e lubrificantes, 24%, como reflexo da elevada cotação do petróleo no mercado internacional ao longo do ano.

Na avaliação setorial, verificou-se que, entre os seis principais setores, que responderam por cerca de 61% do total das importações, os aumentos foram influenciados pelo preço do petróleo. Nesse sentido, as importações de combustíveis e lubrificantes totalizaram US\$7,1 bilhões, com crescimento de 13,6% na média diária de janeiro a novembro de 2003 relativamente à assinalada em 2002. As compras de produtos químicos orgânicos e inorgânicos somaram US\$3,5 bilhões, e as de plásticos, US\$1,7 bilhão, representando expansões de 4,4% e de 1,9%, respectivamente.

Em sentido inverso, as importações de equipamentos mecânicos totalizaram US\$7,1 bilhões, com queda de 5,8%, se considerada a média diária do período comparativo, enquanto as de equipamentos elétricos e eletrônicos atingiram US\$6,3 bilhões e as de veículos automóveis e suas partes, US\$2,4 bilhões, situando-se, respectivamente, em patamar 5,1% e 4,9% inferior ao registrado em 2002.

O aumento de US\$10,7 bilhões no saldo comercial relativo ao período de janeiro a novembro de 2003, ante o resultado de igual período de 2002, refletiu a melhora nos saldos com os principais blocos de países. Nesse sentido, o superávit com os países da UE cresceu US\$3,1 bilhões, provenientes de elevação de 19,4% nas exportações e de redução de 4,1% nas importações. Os países da região compraram, principalmente, produtos básicos, em especial soja em grão, farelo de soja, minério de ferro, carnes e café

Exportação e importação por área geográfica – FOB

Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ bilhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2002	2003	Var. %	2002	2003	Var. %	2002	2003
Total	55,1	66,3	20,3	43,8	44,3	1,1	11,3	22,1
Aladi	9,0	11,6	28,8	7,6	7,5	-1,9	1,4	4,1
Mercosul	3,0	5,1	69,5	5,2	5,2	0,1	-2,2	-0,1
Argentina	2,1	4,1	94,0	4,4	4,2	-3,1	-2,3	-0,2
Demais	0,9	1,0	11,4	0,8	0,9	18,2	0,1	0,1
México	2,1	2,5	18,5	0,5	0,5	-8,4	1,6	2,0
Demais	3,9	4,0	3,0	1,9	1,8	-5,7	2,0	2,2
EUA ^{1/}	14,2	15,4	8,6	9,8	8,8	-10,0	4,4	6,6
UE	13,8	16,5	19,4	12,1	11,6	-4,1	1,7	4,8
Europa Or. ^{2/}	1,6	2,1	28,9	0,8	1,0	20,9	0,8	1,0
Ásia	8,1	10,8	33,7	7,5	8,3	10,6	0,6	2,5
Japão	1,9	2,1	10,5	2,2	2,4	6,8	-0,3	-0,2
Coréia (Sul)	0,8	1,1	40,0	1,0	1,0	-3,1	-0,2	0,1
China	2,3	4,3	81,1	1,4	2,0	37,1	0,9	2,3
Outros	3,0	3,3	9,8	2,8	3,0	5,0	0,2	0,3
Demais	8,5	10,1	18,3	5,9	7,1	19,0	2,6	3,0

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

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

Exportação para a Argentina e demais países – FOB

Média diária de janeiro-novembro 2003

Discriminação	Variação % ^{1/}		
	Argentina	Demais	Total
Total	94,8	17,9	20,9
Manufaturados	102,6	14,8	20,1

Fonte: MDIC/Secex

1/ Sobre igual período do ano anterior.

Nota: Em 2002, 232 dias úteis; em 2003, 231 dia úteis.

em grão. As exportações brasileiras destinadas aos Países Baixos e à Alemanha, quarto e quinto principais países compradores do Brasil, superados pelos EUA, China e Argentina, atingiram US\$3,9 bilhões e US\$2,9 bilhões, respectivamente.

Quanto às importações oriundas da UE, sobressaíram-se as de produtos ligados à indústria automobilística, sobretudo autopeças, e as de medicamentos. A Alemanha foi o terceiro maior país de origem das importações, inferiores às provenientes dos EUA e da Argentina.

O comércio com os países da Associação Latino-Americana de Integração (Aladi) contribuiu com US\$2,7 bilhões da expansão no superávit comercial brasileiro no período, registrando-se aumento de 28,8% nas exportações brasileiras e redução de 1,9% nas importações. O resultado esteve associado, fundamentalmente, à redução de US\$2,1 bilhões no déficit do comércio com a Argentina, evidenciando aumento de 94% das exportações brasileiras para esse país. A Argentina recebe principalmente produtos manufaturados do Brasil, destacando-se os ligados à indústria automobilística, em razão do acordo automotivo entre os dois países. Os principais produtos importados da Argentina em 2003 foram trigo, nafta e petróleo, além dos relativos à indústria automobilística.

Assinale-se, ainda, a elevação de US\$438 milhões no superávit com o México, resultado de crescimento de 18,5% nas exportações e de contração de 8,4% nas importações. Esse desempenho deveu-se, em grande parte, a exportações ao amparo do acordo automotivo entre os dois países. O México foi o sexto principal destino dos produtos de exportação do Brasil em 2003, superado pela Argentina, em razão da recuperação da atividade econômica observada nesse país.

O comércio com os EUA proporcionou aumento de US\$2,2 bilhões no superávit brasileiro, de US\$4,4 bilhões, no período de janeiro a novembro de 2002, para US\$6,6 bilhões, no período análogo de 2003, como resultado de aumento de 8,6% nas exportações e de retração de 10% nas importações. O total exportado para os EUA alcançou US\$15,4 bilhões, concentrando-se, principalmente, em produtos manufaturados, em especial aviões, aparelhos celulares e calçados, e em produtos da indústria automobilística. Dentre os produtos adquiridos aos EUA, destacaram-se motores, geradores e transformadores elétricos, motores e turbinas para aviões, circuitos integrados e microconjuntos eletrônicos, e medicamentos.

O superávit com os países asiáticos alcançou US\$2,5 bilhões, com expansão de US\$1,9 bilhão, no ano. Desse total, a China contribuiu com US\$1,4 bilhão, derivado de crescimentos de 81,1% nas exportações e de 37,1% nas importações. Dessa forma, o país tornou-se o segundo principal destino das exportações brasileiras, em especial de matérias-primas e produtos intermediários básicos e de produtos semimanufaturados. Assinale-se, ainda, o aumento de 40% nas exportações para a Coreia do Sul, proporcionando, incorporada a redução de 3,1% das importações, aumento de US\$347 milhões no superávit comercial brasileiro, no período.

5.2 Serviços e renda

O desempenho das transações correntes continuou francamente favorável no período em análise. No quarto trimestre, até novembro, a balança comercial registrou superávits ainda mais expressivos, estabelecendo novos recordes, enquanto as remessas líquidas das contas de serviços e de rendas reduziram-se ligeiramente e as transferências unilaterais correntes foram mais positivas.

O saldo deficitário da conta de serviços, entre janeiro e novembro deste ano, foi ligeiramente superior, 0,2%, àquele do período equivalente de 2002, atingindo US\$4,5 bilhões. Nessa conta, o resultado mais significativo ocorreu no item aluguel de equipamentos, cuja despesa líquida de US\$2 bilhões foi 46% maior do que a relativa ao mesmo período de 2002, movimento determinado, principalmente, pelo crescimento de 42,6% nas remessas. As saídas líquidas referentes a transportes registraram contração de 18,7%, situando-se em US\$1,5 bilhão. Tal variação deveu-se, principalmente, ao crescimento de 18,9% nas receitas. As viagens internacionais acumularam receitas líquidas de US\$145 milhões, comparadas a gastos líquidos de US\$448 milhões de janeiro a novembro de 2002.

As remessas líquidas de rendas atingiram US\$16,4 bilhões de janeiro a novembro de 2003, redução de 1,5% em relação ao total registrado no mesmo período do ano anterior. Os gastos líquidos de juros situaram-se em US\$11,8 bilhões, contração de 0,8%, enquanto as remessas de lucros e dividendos somaram US\$4,7 bilhões, recuando 3,3% no período.

Para 2003, considerando-se expansões de 20,9% nas exportações e de 3,7% nas importações, projeta-se superávit da balança comercial de US\$24 bilhões. As

Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões				
	2002		2003		2004 ^{1/}
	Jan- Nov	Ano	Jan- Nov	Ano ^{1/}	
Transações correntes	-7,6	-7,7	3,8	3,8	-4,4
Balança comercial	11,3	13,1	22,1	24,0	19,0
Exportações	55,1	60,4	66,3	73,0	75,0
Importações	43,8	47,2	44,3	49,0	56,0
Serviços	-4,5	-5,0	-4,5	-4,9	-6,6
Transportes	-1,9	-2,0	-1,5	-1,7	-2,0
Viagens internacionais	-0,4	-0,4	0,1	0,2	-0,6
Computação e informação	-1,0	-1,1	-0,9	-1,0	-1,2
Aluguel de equipamentos	-1,4	-1,7	-2,0	-2,2	-1,8
Demais	0,3	0,2	-0,2	-0,2	-1,0
Rendas	-16,6	-18,2	-16,4	-18,1	-19,3
Juros	-11,9	-13,1	-11,8	-13,1	-14,0
Lucros e dividendos	-4,8	-5,2	-4,7	-5,0	-5,3
Salários e ordenados	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Transferências correntes	2,2	2,4	2,6	2,8	2,5

1/ Projeção.

despesas líquidas com serviços e as remessas líquidas de renda deverão manter-se em patamares ligeiramente inferiores aos de 2002. Dessa forma, para o ano, espera-se a reversão do déficit de US\$7,7 bilhões em transações correntes para superávit de US\$3,8 bilhões.

5.3 Conta financeira

No acumulado do ano até novembro, a conta financeira do balanço de pagamentos apresentou ingressos líquidos de US\$12 bilhões, incluídos os desembolsos líquidos de US\$11,1 bilhões de recursos do FMI. A constituição de ativos na forma de depósitos no exterior resultou em saídas líquidas de US\$4,6 bilhões. Os investimentos estrangeiros diretos líquidos somaram US\$8,7 bilhões, dos quais US\$7,7 bilhões sob a forma de participação e US\$1,1 bilhão em empréstimos intercompanhias.

Os investimentos estrangeiros em carteira propiciaram captações líquidas de US\$4,9 bilhões, ante remessas líquidas de US\$4,6 bilhões em igual período de 2002. Registrou-se aumento de 78,8% em investimentos em ações, destacando-se a reversão das aplicações líquidas em ações negociadas no país, de saída líquida de US\$1,4 bilhão, de janeiro a novembro de 2002, para captação líquida de US\$1,6 bilhão, no período correspondente do ano subsequente. As captações líquidas de títulos privados de médio e longo prazos também reverteram, de amortizações líquidas de US\$6,4 bilhões para ingressos líquidos de US\$420 milhões, no período em análise. Esse desempenho refletiu-se na taxa de rolagem de papéis privados, que elevou-se de 35% para 148%, no período.

Neste ano, até novembro, registrou-se melhora significativa nos *spreads* relativos a lançamentos de bônus da República. Os novos ingressos desses papéis atingiram US\$4,5 bilhões, excluído US\$1,3 bilhão referente à troca de títulos ocorrida em agosto, comparados a US\$3,9 bilhões acumulados em 2002. A redução nos prêmios de risco trouxe reflexos na captação de papéis privados de médio e longo prazos, responsáveis por ingressos líquidos de US\$420 milhões, ante remessas líquidas de US\$6,4 bilhões no mesmo período de 2002. No que se refere a papéis de curto prazo, as emissões apresentaram significativo crescimento, com os desembolsos somando US\$3,1 bilhões, no acumulado até novembro, ante US\$675 milhões no período correspondente de 2002. As captações líquidas atingiram US\$798 milhões, comparadas a gastos líquidos de US\$704 milhões de janeiro a novembro 2002.

Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões				
	2002		2003		2004 ^{1/}
	Jan- Nov	Ano	Jan- Nov	Ano ^{1/}	
Conta financeira	6,4	8,4	12,0	5,8	-0,6
Investimentos diretos	12,7	14,1	8,5	9,3	11,5
Brasileiros no exterior	-2,4	-2,5	-0,2	-0,3	-1,5
Estrangeiros no país	15,1	16,6	8,7	9,6	13,0
Participação	15,5	17,1	7,7	8,5	12,0
Intercompanhias	-0,4	-0,5	1,1	1,1	1,0
Investimentos em carteira	-4,6	-5,1	4,9	5,7	-1,1
Ativos	-0,3	-0,3	0,2	0,0	-0,1
Passivos	-4,2	-4,8	4,7	5,7	-1,0
Derivativos	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	0,0
Outros investimentos	-1,3	-0,2	-1,3	-8,9	-11,0
Ativos	-3,0	-3,2	-5,4	-5,0	-4,2
Passivos	1,7	3,0	4,1	-4,0	-6,8

1/ Projeção.

Fontes de financiamento do BP

Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões				
	2002		2003		2004 ^{1/}
	Jan- Nov	Ano	Jan- Nov	Ano ^{1/}	
Capitais de médio e longo prazos	8,2	8,5	11,5	12,7	22,3
Bônus públicos ^{2/}	3,9	3,9	4,5	4,5	4,0
Títulos privados	2,2	2,3	4,9	5,8	14,5
Empréstimos diretos	2,1	2,3	2,2	2,4	3,8
Emp. de curto prazo ^{3/}	-2,8	-3,0	-3,8	-4,0	0,4
Títulos de curto prazo	-0,7	-0,8	0,8	0,6	0,3
Taxas de rolagem ^{4/}					
Bônus públicos	198%	198%	93%	93%	94%
Títulos privados	35%	31%	148%	150%	100%
Empréstimos diretos	65%	64%	70%	70%	100%

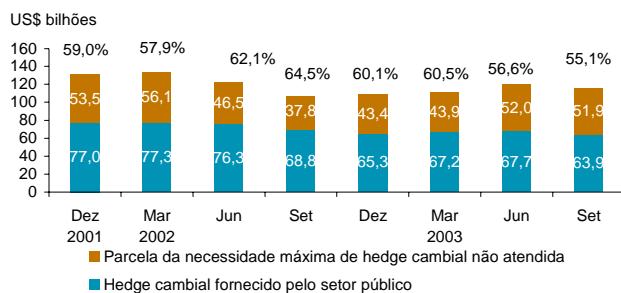
1/ Projeção.

2/ Exclui os efeitos da troca de bônus ocorrida em agosto de 2003.

3/ Inclui empréstimos diretos e linhas de comércio repassadas por bancos.

4/ A taxa de rolagem equivale à razão entre desembolsos e amortizações, exclusive as amortizações de papéis e empréstimos decorrentes de conversão de dívida em investimentos direto.

Taxa de *hedge* cambial fornecido pelo setor público^{1/}



1/ A partir de mar/2003, necessidade máxima de *hedge* cambial estimada via fluxos de balanço de pagamentos.

Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões				
	2002		2003		2004 ^{1/}
	Jan- Nov	Ano	Jan- Nov	Ano ^{1/}	
Usos					
Transações correntes	-7,6	-7,7	3,8	3,8	-4,4
Amortizações de MLP ^{2/}	-26,9	-31,1	-23,5	-27,4	-39,7
Papéis	-10,5	-11,9	-9,2	-10,6	-22,2
Pagas	-8,2	-9,2	-6,9	-8,2	-22,2
Dívida nacionalizada	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Refinanciamentos	0,0	0,0	-1,2	-1,2	0,0
Conversões em IED	-2,3	-2,8	-1,2	-1,2	0,0
Crédito de fornecedores	-2,3	-2,7	-1,7	-2,0	-2,7
Empréstimos diretos ^{3/}	-14,1	-16,6	-12,5	-14,8	-14,8
Fontes					
Conta capital	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
Inv. estrangeiros diretos	15,1	16,6	8,7	9,6	13,0
Papéis domésticos ^{4/}	1,0	1,8	2,3	2,7	3,0
Desembolsos de MLP ^{5/}	17,0	18,6	20,3	23,3	32,5
Papéis	6,1	6,2	10,7	12,8	18,8
Crédito de fornecedores	1,2	1,3	1,0	1,2	1,4
Empréstimos ^{6/}	9,6	11,1	8,6	9,2	12,4
Ativ. brasileiros no exterior	-4,9	-5,1	-4,8	-4,7	-5,2
Empréstimo ao Bacen	8,5	11,5	11,1	4,9	-4,2
Demais ^{7/}	-3,6	-4,6	-3,8	-4,2	0,0
Ativos de reservas	1,1	-0,3	-14,6	-8,6	4,5

1/ Projeção.

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

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

4/ Inclui investimentos estrangeiros em ações e em títulos de dívida negociados no mercado doméstico.

5/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

6/ Inclui organismos, agências e créditos de compradores.

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

A taxa de rolagem de papéis privados de médio e longo prazos alcançou 148% no acumulado de onze meses, significativamente maior que a taxa de 35%, observada no período equivalente do ano anterior. Para os empréstimos diretos, a taxa registrou ligeiro aumento, de 65% para 70%, na mesma base de comparação. Para 2003, projeta-se a manutenção desses níveis de renovação observados até o final de novembro, comparativamente ao ano anterior, com a taxa para os papéis privados alcançando 150% e a dos empréstimos diretos, 70%.

A estimativa para a necessidade de proteção cambial da economia brasileira reduziu-se em US\$3,9 bilhões no terceiro trimestre de 2003, atingindo US\$115,8 bilhões em setembro de 2003. Esse movimento é explicado, fundamentalmente, pela redução do estoque de passivos de curto prazo, tanto créditos comerciais como empréstimos e financiamentos, estimada em US\$2,7 bilhões.

O estoque de *hedge* cambial fornecido pelo setor público acumulou redução de US\$3,9 bilhões no terceiro trimestre de 2003. Com o prosseguimento da política de redução da participação da taxa de câmbio no conjunto de indexadores da dívida pública, o estoque desses títulos decresceu R\$7 bilhões, enquanto os contratos em aberto de *swap* DI x câmbio decresceram R\$829 milhões. A depreciação cambial de 1,8%, ocorrida entre o final de junho e o de setembro, também contribuiu para a redução do estoque de *hedge* cambial fornecido.

A taxa de proteção cambial ofertada manteve a tendência de queda verificada desde o início de 2003, atingindo 55,1% no terceiro trimestre, ante 56,6% e 60,5% nos trimestres anteriores. Mesmo diante do menor volume de proteção cambial oferecido pelo setor público, a retração da demanda por proteção ao risco sinaliza redução da incerteza quanto à variação da taxa de câmbio, o que se reflete na trajetória decrescente na taxa de *hedge* cambial atendida.

Houve expressiva redução nas necessidades de financiamento externo, que passaram de US\$34,5 bilhões, no acumulado até novembro de 2002, para US\$19,7 bilhões, no período equivalente encerrado em novembro deste ano. Essa recuperação tem sido reflexo dos sucessivos superávits em transações correntes e da manutenção dos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, ainda que em volumes inferiores aos do ano passado.

Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ milhões				
	2002	2003		2004	
	Ano	Jan- Nov	Dez	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	35,9	37,8	54,4	37,8	48,4
Intervenções líquidas do Bacen	-9,1	1,6	-	1,6	-
Spot e linhas para exportação	-7,3	-0,2	-	-0,2	-
Linhas com recompra	-1,8	1,8	-	1,8	-
Serviço da dívida (líquido)	-7,7	-9,1	-0,7	-9,8	-11,8
Juros	-4,1	-4,8	-0,0	-4,8	-5,0
Receita	1,6	1,4	0,2	1,6	1,4
Despesa	-5,7	-6,2	-0,2	-6,4	-6,3
Amortização	-3,6	-4,4	-0,6	-5,0	-6,8
Desembolsos	5,3	5,4	-	5,4	6,5
Organismos multilaterais	1,3	0,9	-	0,9	2,5
Bônus da República	3,9	4,5	-	4,5	4,0
Fundo Monetário Internacional	11,5	11,1	-6,2	4,9	-4,2
Desembolso	16,0	17,6	-	17,6	-
Amortização	-4,6	-6,5	-6,2	-12,7	-4,2
Demais ^{2/}	1,5	2,8	-	2,8	-
Compras do Tesouro Nacional	0,6	4,9	0,8	5,7	5,0
Varição de haveres	2,0	16,6	-6,1	10,6	-4,5
Posição de reservas brutas	37,8	54,4	48,4	48,4	43,9
Posição de reservas líquidas – acordo com o FMI ^{3/}	14,2	17,2	17,3	17,3	18,6

1/ Projeção.

2/ Compreende pagamentos/recebimentos do Convênio de Créditos Recíprocos (CCR), flutuação nos preços dos papéis, variação na paridade das moedas e preço do ouro, de ágio/deságio, pagamento de comissões, liberação de garantias colaterais.

3/ Para efeito de cumprimento do critério de desempenho, no âmbito do acordo com o Fundo Monetário Internacional, devem ser observados os parâmetros de cálculo das reservas líquidas ajustadas estabelecidos pelo Memorando Técnico de Entendimentos (MTE) da 3ª revisão do acordo *Stand-by*. Nesse caso, as reservas líquidas ajustadas denominadas em dólares consideram as paridades definidas em datas estabelecidas pelo MTE para mensurar os ativos denominados em outras moedas que não o dólar norte-americano, inclusive em Direitos Especiais de Saque (DES). O mesmo vale para o preço do ouro. Ainda conforme o MTE, do total das reservas no conceito de liquidez internacional devem ser excluídos as obrigações com o FMI e os depósitos em bancos domiciliados no exterior, mas com sede no País, e os títulos de emissão de residentes que excederem, juntos, US\$1.023 milhões. O valor excedente até novembro foi US\$2.645 milhões.

As reservas internacionais brutas cresceram US\$16,6 bilhões, no ano, até novembro, totalizando US\$54,4 bilhões. Destacaram-se, no período, os desembolsos líquidos do FMI, com receita líquida de US\$11,1 bilhões, resultante de ingressos de US\$17,6 bilhões e de amortizações de US\$6,5 bilhões. As intervenções do Banco Central no mercado doméstico de câmbio totalizaram compras líquidas de US\$1,6 bilhão, as quais ocorreram no período de janeiro a maio de 2003 e referiram-se à recompra de linhas ofertadas em 2002. O serviço da dívida externa com possibilidade de impacto em reservas somou US\$9,1 bilhões, sendo US\$4,8 bilhões relativos a juros e US\$4,4 bilhões a amortizações. Ocorreram lançamentos de US\$4,5 bilhões em bônus da República, além de desembolsos de US\$902 milhões provenientes de organismos, dos quais US\$900 milhões efetuados junto ao Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (Bird). As demais operações geraram receita líquida de US\$2,8 bilhões. No período, as compras do Tesouro Nacional em mercado somaram US\$4,9 bilhões.

Em dezembro de 2003, estima-se que as reservas internacionais brutas reduzam-se a US\$48,4 bilhões, principalmente em virtude da amortização de US\$6,2 bilhões ao FMI em dezembro. As reservas líquidas ajustadas no conceito do Fundo devem totalizar US\$17,3 bilhões, permanecendo US\$12,3 bilhões acima do piso acordado com o organismo.

Para 2004, projeta-se queda de US\$4,5 bilhões nas reservas internacionais, para US\$43,9 bilhões. Essa projeção considera gastos de US\$11,8 bilhões com o serviço da dívida externa e amortizações de US\$4,2 bilhões ao FMI, em contrapartida a lançamentos de US\$4 bilhões em bônus da República e a desembolsos de US\$2,5 bilhões junto a organismos, além de compras de US\$5 bilhões do Tesouro Nacional no mercado de câmbio. Estima-se que as reservas líquidas ajustadas no conceito do FMI totalizem US\$18,6 bilhões no período.

5.4 Conclusão

O desempenho favorável em transações correntes, traduzido em superávit acumulado no ano de US\$3,8 bilhões, até novembro, foi influenciado, principalmente, pelos elevados saldos proporcionados pelo comércio exterior. Esse intenso ajustamento da balança comercial é reflexo do crescimento das exportações, que vem ocorrendo com diversificações de mercados e de produtos. As importações têm apresentado crescimento tímido no ano, como

consequência do nível de atividade e da substituição de importações.

O superávit das transações correntes tem reduzido as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos. A queda nos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos, cujos ingressos foram a principal fonte de financiamento nos últimos anos, tem sido compensada pela melhora nas taxas de rolagem das captações do setor privado, que estão contribuindo para o significativo ajustamento das contas externas observado em 2003. Adicionalmente, registrem-se os empréstimos junto ao FMI, atuando como garantia para eventuais crises de liquidez.

As projeções para 2004 indicam déficit moderado em conta-corrente, devido à retomada da atividade econômica (ver boxe A Sustentabilidade das Exportações para 2004). O fluxo líquido de investimentos diretos deverá, por sua vez, ser superior ao registrado em 2003, prevendo-se, ainda, continuidade de operações no mercado de bônus e rolagem integral da dívida privada, mesmo levando-se em conta a previsão de maiores amortizações. Nesse contexto, o financiamento do balanço de pagamentos deverá ocorrer em bases sólidas, ainda que com redução das reservas internacionais brutas, consequência das amortizações dos empréstimos ao FMI.

A Sustentabilidade das Exportações para 2004

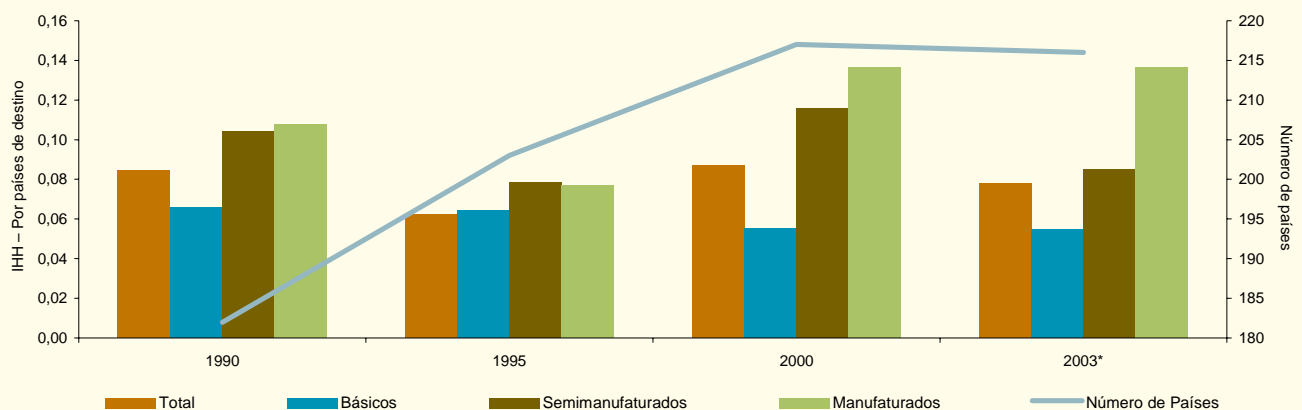
O desempenho do comércio exterior brasileiro em 2003 evidenciou crescimento substancial do valor e do *quantum* exportados. No momento em que são discutidas as projeções para o setor externo em 2004, torna-se relevante avaliar se esse desempenho recente é consistente, possibilitando extrapolações para o comportamento futuro, ou se traduz condições específicas, que configuram estímulo apenas temporário às vendas externas. Nesse contexto, este boxe sintetiza características da atual estrutura das exportações brasileiras, assim como argumentos que corroboram a sustentabilidade dos resultados experimentados neste ano, também em 2004.

A seguir, serão apresentados os fatores que proporcionaram as mudanças estruturais das exportações brasileiras e os aspectos conjunturais que deverão estar presentes em 2004:

- iniciativas oficiais: as iniciativas oficiais com potencial para gerar impacto positivo na sustentação das exportações brasileiras, têm se pautado por ações voltadas para o aperfeiçoamento dos mecanismos de financiamento, assinalando-se a simplificação dos procedimentos relacionados à exportação e a sua desoneração tributária e a negociação de acordos comerciais;
- diversificação da pauta e de mercados: conforme tratado no "Relatório de Inflação" de junho de 2003 (pp. 99 a 102) a pauta de exportações brasileiras vem apresentando menor concentração, em termos de valor, em comparação com as de outros países. O Gráfico 1 mostra a distribuição das exportações brasileiras por países,

sobressaindo-se a tendência crescente do número de países de destino, e o seu índice de concentração. Registrem-se a redução da concentração do destino dos produtos básicos, sinalizando ganhos de competitividade do setor agropecuário, e o aumento da concentração dos produtos manufaturados, após 1995, evidenciando a capacidade de exportar produtos de maior valor agregado destinados a mercados específicos, geralmente mais dinâmicos;

Gráfico 1 – Índice de concentração das exportações brasileiras por país de destino^{1/}



1/ Índice de Herfindahl-Hirschmann, variando entre zero (concentração nula) e um (concentração total, apenas um país de destino para as exportações).
* Para 2003, dados até o final do terceiro trimestre.

- mercados diferenciados: as exportações para mercados diferenciados, como Oriente Médio, Leste Europeu, África e Ásia, apresentaram crescimento superior a 40%, em relação a 2002. A expansão desses mercados traduziu-se no aumento do percentual de países que fizeram compras acima de US\$1 bilhão, de 4,6%, no período de 1989 a 1994, auge das exportações para o Mercosul, para 5,5%, de 2000 a 2003;

- mercados tradicionais: as exportações para Estados Unidos, Argentina e China deverão ser fundamentais para o desempenho exportador brasileiro em 2004, tal como foram em 2003. A retomada do nível da atividade na economia norte-americana deverá sustentar as vendas para esse mercado, em especial de básicos e semimanufaturados. O comércio

bilateral com a China, que mostrou expansão de 81,1% das exportações brasileiras até novembro, na comparação com 2002, continuará a representar elemento importante para a manutenção do patamar das vendas externas, salientando-se a importância daquele país para a sustentação de preços das *commodities*. As vendas de manufaturados vêm sendo favorecidas pela recuperação da economia argentina, processo que deverá persistir em 2004. A participação da Argentina no total das exportações brasileiras elevou-se ao longo de 2003, alcançando, em novembro, 7,8%, ante 6,2%, se considerada a média do ano. De 1995 a 2000, essa participação alcançou, em média, 11,4%;

- aspectos setoriais: as exportações de produtos básicos apresentam boas perspectivas para 2004, em especial as do complexo soja. De fato, o IBGE previu crescimento de 6% da área plantada relativa a essa cultura e a Associação Brasileira das Indústrias de Óleos Vegetais (Abiove), variação da receita externa, para todos os produtos do complexo soja, de 28,5%, o que representa acréscimo de US\$2,4 bilhões. Tais previsões indicam aumento das receitas do setor, não obstante a tendência declinante projetada nos preços futuros, a partir do segundo trimestre de 2004. As exportações de outros importantes produtos da pauta, como madeira, produtos da indústria moveleira, papel e celulose, couro e calçados, metalurgia de não-ferrosos, material de transporte, máquinas e equipamentos e material eletrônico, deverão aumentar em cenário de manutenção do câmbio real e de concretização do crescimento esperado para as principais economias mundiais. Como eventuais riscos localizados para as exportações, citem-se os setores carnes, que deverá sofrer restrições na Rússia, e petróleo, pela redução de preços e recuperação da oferta do Iraque e da Rússia.

Levando-se em consideração esse cenário para 2004, com a taxa de câmbio mantida constante no nível de R\$2,95/US\$1, a taxa de crescimento das economias argentina e norte-americana atingindo 3% e os preços de exportação permanecendo no patamar do terceiro trimestre de 2003, as exportações atingiriam US\$75 bilhões, validando a projeção do balanço de pagamentos apresentada neste "Relatório de Inflação".

Supondo, entretanto, que os preços dos produtos básicos sigam a trajetória prevista pelo mercado futuro de *commodities* ao final de novembro deste ano, o valor esperado para o índice de preços desses produtos teria crescimento acumulado de 3,7%, em 2004. Nesse caso, mantidas as demais hipóteses, as exportações atingiriam US\$76,6 bilhões, influenciadas pelo crescimento esperado de 8% no preço do minério de ferro.

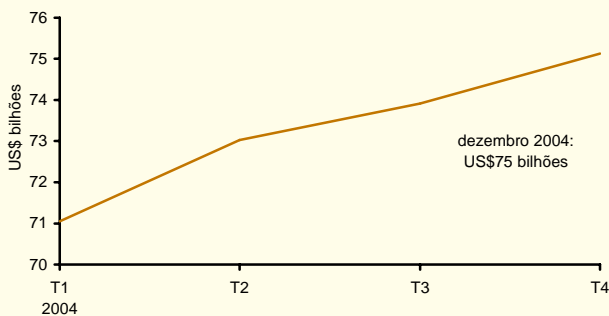
Com relação à sensibilidade das exportações ao maior crescimento da economia mundial, dois cenários adicionais foram elaborados. No primeiro, são considerados os crescimentos previstos pela OCDE, de 4,2% para os Estados Unidos, de 4,3% para a Argentina, e de 3% para os países da OCDE; e no segundo, as previsões do FMI, de 3,9% para os Estados Unidos, de 4% para a Argentina, e de 4% para a economia mundial. Para ambos, o nível de preços dos produtos básicos do terceiro trimestre de 2003 foi mantido constante. No primeiro cenário, a projeção das exportações para 2004 atingiu US\$78 bilhões e no segundo, US\$77 bilhões, evidenciando resposta significativa das exportações a estímulos de demanda do resto do mundo.

O crescimento das exportações brasileiras deverá, portanto, manter-se, refletindo a expressiva diversificação na pauta e no destino das vendas externas, assim como a sustentação do ritmo de recuperação econômica dos principais mercados compradores. Dessa forma, eventuais perdas decorrentes de variações de preços de produtos específicos deverão ser compensadas pelo crescimento no *quantum*. As simulações indicaram que o valor apresentado como projeção das exportações em 2004 se constitui, provavelmente, em piso conservador. Assim, as exportações não deverão ser obstáculo para a permanência do ajuste das transações correntes em 2004.

Gráfico 2 – Exportação estimada

Acumulado em 12 meses

Cenário de preços de produtos básicos constantes



Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira desde o Relatório de setembro de 2003, assim como as projeções para a inflação até o final de 2005 e para o crescimento do PIB até o final de 2004. As projeções serão apresentadas em dois cenários.

No primeiro, denominado cenário de referência, supõe-se que a taxa básica de juros será mantida inalterada em 16,5% ao ano, valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 16 e 17 de dezembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em valor próximo ao vigente na véspera da reunião (R\$2,94 por dólar norte-americano). Esse cenário de referência é, portanto, equivalente ao cenário básico apresentado nos Relatórios anteriores. O objetivo de alterar a denominação desse cenário é tornar mais explícito que as projeções de inflação associadas a trajetórias de taxa de juros e taxa de câmbio constantes servem apenas como referência para outros cenários avaliados pelo Copom.

O segundo cenário, denominado cenário de mercado, incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos participantes do mercado em 12 de dezembro, de acordo com os resultados da pesquisa conduzida pela Gerin. É importante ressaltar que esses procedimentos são estritamente técnicos. Portanto, as hipóteses acima não devem ser vistas como previsão das taxas de juros ou de câmbio por parte do Copom.

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. Ao expor

essas hipóteses, por meio deste Relatório, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é o seu objetivo precípuo.

6.1 Determinantes da inflação

Os indicadores econômicos divulgados desde setembro ratificaram as tendências que vêm sendo observadas, desde o segundo trimestre deste ano, de convergência da inflação para a trajetória das metas e de recuperação da confiança dos agentes em relação às perspectivas da economia. Um conjunto de fatores reforça a confiança de que a inflação permanecerá em níveis estáveis e relativamente baixos nos próximos anos. O fato de que vários setores da economia ainda operem com capacidade ociosa sugere que a retomada do nível de atividade poderá ocorrer sem pressões inflacionárias significativas. As expectativas de inflação continuam em trajetória de queda, aproximando-se das metas para 2004 e 2005. Por fim, a taxa de câmbio está relativamente estável, e não se prevê que venha a exercer pressões significativas sobre a inflação.

O comportamento da inflação foi bastante heterogêneo ao longo de 2003. No início do ano, devido principalmente aos efeitos inerciais da inflação de 6,6% ocorrida no último trimestre de 2002, a inflação manteve-se em patamares elevados e, embora os resultados mensais sugerissem tendência de queda, a velocidade de convergência das expectativas de inflação ainda era lenta (ver boxe Comportamento das Previsões de Inflação do Banco Central e do Mercado). A partir de maio, com um cenário externo favorável e com uma maior percepção, pelos agentes econômicos, de que a política monetária se manteria consistente com o regime de metas e de que a política fiscal se manteria austera, as expectativas inflacionárias começaram a se reverter e a convergir para a trajetória das metas. A melhora das expectativas, a baixa volatilidade da taxa de câmbio e os bons resultados observados na inflação permitiram que fosse iniciado o processo de flexibilização da política monetária a partir da reunião de junho do Copom. A dissipação do período de turbulência e de maior incerteza gerou um cenário bastante positivo para a economia, com expectativas de maior crescimento econômico e cumprimento das metas para a inflação.

A atividade econômica iniciou seu processo de recuperação já no terceiro trimestre deste ano, conforme delineado no último Relatório. A flexibilização da política

monetária, a redução da inflação e a retomada da confiança por parte dos agentes privados contribuíram para a retomada do crescimento que, na margem, vem ocorrendo um pouco mais rapidamente do que originalmente previsto. Mesmo assim, a expansão ainda é moderada, em virtude da perda de renda real causada pela aceleração inflacionária a partir do segundo semestre do ano passado e dos efeitos defasados das taxas de juros mais elevadas do primeiro semestre do ano.

Após duas quedas sucessivas, o PIB trimestral cresceu 0,4% no terceiro trimestre de 2003, quando comparado ao trimestre imediatamente anterior (com ajuste sazonal). O destaque foi a indústria, que vem se recuperando desde julho e cresceu 2,7% no terceiro trimestre. As taxas de crescimento verificadas em julho, agosto, setembro e outubro, segundo a pesquisa mensal da indústria conduzida pelo IBGE, foram de 1,0%, 1,9%, 4,1% e -0,5%, em cada caso, tomando-se o mês imediatamente anterior como base de comparação. Esse pequeno recuo ocorrido em outubro não configura, na avaliação do Copom, uma reversão do processo de recuperação da atividade. Em primeiro lugar, conforme mencionado nas “Notas da Reunião do Copom” de novembro, porque a produção industrial de setembro havia sido parcialmente beneficiada pelo fato de ter caído em um domingo o feriado de 7 de setembro. Além disso, os resultados dessazonalizados mostram que a produção de 17 dos 20 setores cresceu em outubro. A média móvel trimestral da série continua indicando crescimento. A tendência de recuperação da atividade industrial também é evidenciada por outros indicadores de atividade econômica, como o Indicador do Nível de Atividade (INA), calculado pela Fiesp, e indicadores da CNI referentes à utilização da capacidade instalada e vendas industriais reais. A recuperação do comércio vem ocorrendo mais lentamente.

A recuperação que está se iniciando não deverá exercer pressões inflacionárias que ameacem significativamente o cumprimento das metas. As condições de oferta agregada são favoráveis. A flexibilização da política monetária tem ocorrido de forma cautelosa de maneira a garantir que o crescimento da demanda seja consistente, no longo prazo, com o crescimento da capacidade produtiva. Embora em alguns setores que lideram a retomada os níveis da capacidade ociosa já tenham baixado, o nível médio de utilização da capacidade instalada da indústria de transformação encontra-se entre 80% e 82%, de acordo com os indicadores da Fiesp, da CNI e da FGV. O mercado de trabalho ainda está desaquecido, como seria

razoável observar nos estágios iniciais de um processo de retomada da atividade. Apesar do aumento no número de ocupados, o crescimento da PEA tem impedido a queda da taxa de desocupação, o que vem moderando os custos salariais. Com a continuidade do crescimento econômico, haverá recuperação dos salários reais. Entretanto, dentro do cenário de crescimento balanceado que se antevê, esse aumento de salários reais deve refletir, em sua maior parte, ganhos de produtividade, sem geração de pressões significativas sobre os custos das empresas e permitindo recuperação gradual dos rendimentos reais, com conseqüente estímulo sobre o consumo.

Os investimentos também têm apresentado sinais de recuperação, o que permitirá ampliar a capacidade produtiva, condição necessária para a expansão da produção no médio prazo. Após duas quedas consecutivas, a formação bruta de capital fixo cresceu no terceiro trimestre de 2003. A absorção doméstica de bens de capital teve crescimento significativo em outubro, de 22%. Desse modo, a formação bruta de capital, que ainda se encontra em um patamar historicamente baixo, mostra sinais importantes de recuperação, confirmando a tendência que já havia sido detectada nos dados referentes ao terceiro trimestre.

Do ponto de vista da oferta agrícola, as previsões são de nova safra recorde, o que dependerá, naturalmente, das condições climáticas ao longo de 2004.

Em termos de fontes de demanda, a demanda doméstica deverá assumir importância relativa maior que a externa para o crescimento econômico. A demanda doméstica, além de ter um peso maior na composição da demanda agregada total, apresenta um potencial mais forte de expansão a partir de níveis negativamente afetados pela crise e pelo esforço de estabilização. Nesse momento de recuperação econômica, os movimentos de demanda e produção tendem a se reforçar mutuamente. O aumento de produção permite aumento da massa salarial real, em um primeiro momento, pelo aumento do número de horas trabalhadas; em seguida, pelo maior número de contratações; e, posteriormente, pelo aumento dos salários. A maior massa salarial real estimula o consumo e a perspectiva de futuros aumentos de produção estimula o investimento.

O crédito deverá ser outra fonte importante para a retomada do consumo. O volume de crédito na economia ainda é reduzido, porém vem se recuperando gradativamente. O saldo das operações do sistema financeiro com recursos

livres cresceu cerca de 4% entre agosto e novembro. Para 2004, espera-se um crescimento maior do crédito devido à recuperação econômica, aos impactos defasados das reduções recentes do *spread* bancário e da taxa básica de juros e à possibilidade de empréstimos bancários em consignação em folhas de pagamentos.

Um componente da demanda agregada que, relativamente aos demais, dará contribuição direta menor para o crescimento econômico no próximo ano é a absorção de bens e serviços pelo governo, que continuará limitada pela meta de 4,25% para o superávit primário do setor público consolidado. Indiretamente, entretanto, o comportamento fiscal responsável é fundamental para a consolidação de um cenário macroeconômico estável, com crescimento sustentado da economia. Além disso, a recuperação da arrecadação torna um nível de gastos maior compatível com o cumprimento da meta de superávit primário.

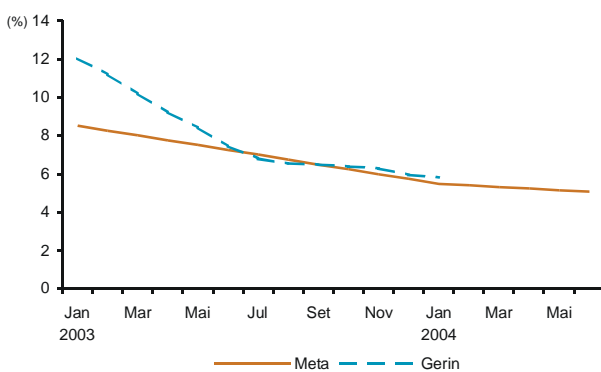
No que diz respeito à demanda externa, as exportações líquidas, em virtude da significativa expansão em 2003, tendem a reduzir, na margem, sua contribuição para o crescimento econômico. O saldo da balança comercial deve encerrar 2003 com um superávit de US\$24 bilhões. Para 2004, projeta-se um saldo de US\$19 bilhões.

Com a retomada do crescimento, espera-se um aumento das importações. Entretanto, o impacto final sobre a balança comercial será parcialmente compensado pelo aumento das exportações brasileiras, devido à recuperação sincronizada das principais economias mundiais – Estados Unidos, União Européia e Japão. Além disso, outras contas do balanço de pagamentos tendem a se tornar mais superavitárias em 2004, como os investimentos estrangeiros diretos, em função das melhores perspectivas para a economia brasileira e das condições mais favoráveis para a liquidez internacional. Também a redução do risco-país – o Embi+ do JP Morgan Chase atingiu 480 p.b. em dezembro, o valor mais baixo desde a adoção do regime de metas para a inflação – sinaliza uma maior facilidade de emissão de títulos privados e soberanos no mercado internacional. Apesar de adotar sempre uma postura cautelosa em relação ao cenário externo, o Copom vê baixo risco de que não se concretize esse quadro favorável. Em particular, o forte crescimento da economia norte-americana no terceiro trimestre deste ano pode ser explicado pelo fraco desempenho de trimestres anteriores e por aumentos de produtividade, de forma que não deverá ser acompanhado de pressões inflacionárias significativas no curto prazo.

Sendo assim, o Copom atribui baixa probabilidade a movimentos acentuados da taxa de juros norte-americana nos próximos trimestres, que possam comprometer seriamente o atual ambiente favorável de liquidez internacional. Em resumo, as condições domésticas e internacionais são favoráveis para que a taxa de câmbio se mantenha relativamente estável, sem exercer pressões importantes sobre a inflação.

Os núcleos de inflação têm acompanhado a trajetória de queda da inflação, estabilizando-se ao redor da inflação cheia. O núcleo por exclusão de administrados e alimentos no domicílio tem se mostrado bastante estável, apresentando variação mensal de 0,37% a 0,38% entre julho e novembro de 2003, enquanto a inflação cheia apresentou uma variação média de 0,39%. O núcleo por médias aparadas simétricas com suavização tem apresentado valores mais elevados. Nessa metodologia, entretanto, os reajustes de alguns itens, por serem concentrados em poucos períodos do ano, são suavizados ao longo do tempo para evitar que eles sejam sistematicamente excluídos do núcleo. Quando ocorrem choques concentrados em um período no passado recente, o núcleo tende a ser contaminado por essa pressão passada, apresentando alguma resistência à queda. Se estimarmos o núcleo por médias aparadas sem suavização, também pode ser observada desaceleração. Entre julho e novembro de 2003, esse núcleo apresentou a mesma variação média que a inflação cheia (0,39%).

Inflação acumulada nos doze meses seguintes



As expectativas de inflação continuam em trajetória descendente, convergindo para as metas para 2004 e 2005. Essa convergência reflete a credibilidade da política econômica e a superação da fase de crise que a economia atravessou recentemente. Entre as reuniões do Copom de setembro e de dezembro, a mediana das expectativas de mercado para 2004 coletadas pela Gerin caíram de 6,2% para 6,0%; próximo, portanto, da meta de 5,5%. Considerando as expectativas de inflação doze meses à frente, o valor passou de 6,5% para 5,9%. O gráfico ao lado mostra a evolução das expectativas de inflação do mercado e a trajetória das metas para a inflação doze meses à frente, mostrando que a convergência das expectativas para as metas consolidou-se no último trimestre.

Os resultados obtidos atestam que a política monetária conseguiu reverter o cenário de crise que se delineava no final de 2002, evitando o descontrole inflacionário e permitindo que a inflação se estabilizasse em patamares relativamente baixos. A existência de

capacidade ociosa na economia, o ambiente externo favorável e as expectativas sob controle sugerem a construção de um cenário que combina o cumprimento das metas para a inflação com a recuperação sustentada da atividade econômica.

6.2 Cenário principal: pressupostos e riscos associados

As projeções com as quais o Copom trabalha baseiam-se em um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis econômicas. Esse conjunto de hipóteses e os riscos a ele associados compõem o cenário principal que serve de base às decisões de política monetária tomadas pelo Copom.

Durante o primeiro semestre de 2003, o Copom identificava o aumento permanente do grau de persistência inflacionária como um dos principais fatores que poderiam impedir ou retardar a convergência da inflação para a trajetória das metas. No Relatório de setembro, o Copom já interpretava que esse risco havia sido praticamente dissipado. Essa percepção foi ratificada pelos bons resultados relativos à inflação, pela baixa volatilidade da taxa de câmbio e pela continuidade do processo de convergência das expectativas de inflação para a trajetória de metas observados desde setembro.

Conforme exposto na seção anterior, o cenário que se delineia no final de 2003 é bastante favorável, com perspectivas de recuperação do crescimento econômico e de cumprimento das metas de inflação. Os principais riscos percebidos pelo Copom para a não-materialização desse cenário referem-se às incertezas associadas ao mecanismo de transmissão, ao comportamento do setor externo, à existência de capacidade ociosa suficiente para permitir o aumento de produção sem pressões inflacionárias e ao comportamento dos preços administrados. Conforme será discutido abaixo, o Copom atribui uma probabilidade relativamente baixa a que algum desses riscos venha a impedir a concretização do cenário benigno com que está trabalhando.

As incertezas associadas ao mecanismo de transmissão da política monetária vêm se tornando um dos principais fatores de risco desde o terceiro trimestre deste ano. Conforme já expresso pelo Copom no “Relatório de Inflação” de setembro e nas Notas das

reuniões mais recentes, a incerteza é inerente a qualquer modelo econométrico. Além disso, a instabilidade macroeconômica em anos recentes dificulta ainda mais os exercícios de projeção. Por fim, desde a reunião do Copom de setembro, a meta para a taxa Selic reduziu-se em 350 p.p., fazendo com que se tornasse menor a distância entre a taxa básica de juros corrente e as taxas que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo. Com isso, as incertezas associadas às defasagens e às magnitudes do mecanismo de transmissão da política monetária tornam-se ainda mais importantes do que eram há três meses, quando foi publicado o Relatório de setembro. Tendo em vista tais incertezas, a preservação das conquistas recentes no combate à inflação e na retomada da atividade econômica requer parcimônia na flexibilização adicional da política monetária.

Até o momento, a recuperação da atividade industrial, que já reflete parte dos impactos da flexibilização da política monetária iniciada em junho, vem ocorrendo em ritmo moderado e de forma generalizada entre os diferentes ramos industriais. Já o consumo tem reagido mais lentamente. Considerando as defasagens usualmente existentes, somente nos próximos meses o Copom poderá ter uma avaliação mais precisa acerca dos impactos das reduções recentes da taxa básica de juros sobre o nível de atividade e do nível de atividade sobre a inflação. Deve-se destacar que, à medida que os agentes econômicos agem de forma antecipativa e que as reduções recentes da taxa de juros foram relativamente bem previstas pelo mercado, o crescimento moderado da atividade que se observa atualmente é um indício de que a flexibilização da política monetária vem ocorrendo em velocidade adequada.

O crescimento econômico que se projeta para 2004 terá impacto tanto menor sobre a inflação quanto mais negativo for o hiato do produto. O hiato do produto corresponde à diferença entre o produto efetivo e o produto potencial da economia, definido como aquele nível de produto que não gera pressões inflacionárias. Quando o hiato do produto é negativo, o crescimento da economia pode se dar por meio de utilização da capacidade ociosa, sem pressionar os preços. Entretanto, o hiato do produto é uma variável não observada e, portanto, precisa ser estimada. De acordo com as evidências disponíveis (ver box Metodologias para Estimção do Produto Potencial), o hiato do produto é atualmente negativo, embora haja incerteza em relação ao seu nível. Conforme será discutido mais abaixo, o Copom entende que a melhor estimção atualmente disponível para o hiato do produto corresponde

àquela obtida a partir do cálculo de uma função de produção. De acordo com essa medida de hiato, os valores atuais são suficientemente negativos para que a recuperação da atividade econômica em 2004 ocorra sem comprometimento das metas para a inflação. Será importante, todavia, acompanhar a evolução dos investimentos, para que se assegure que o crescimento da demanda agregada continue sendo compatível com o aumento da oferta agregada. Nesse sentido, a recuperação dos investimentos em setembro e outubro, conforme sugerido pelo aumento da absorção doméstica de bens de capital e da produção de insumos da construção civil, vem reforçar o cenário favorável de crescimento balanceado entre oferta e demanda agregada no médio prazo.

O cenário externo encontra-se bastante favorável para a economia brasileira. O crescimento sincronizado das principais economias mundiais deverá gerar um aumento da demanda por nossas exportações, que deverá compensar, pelo menos parcialmente, o aumento das importações esperado com a recuperação da economia. Outras contas importantes do balanço de pagamentos, como investimentos estrangeiros diretos e empréstimos, tendem a ser mais superavitárias em 2004 em função das melhores perspectivas para a economia brasileira, da queda do risco-Brasil e das boas condições de liquidez internacional. Conforme discutido na seção anterior, o Copom vê baixo risco de não-concretização desse quadro favorável. Em particular, até o momento, a recuperação da economia norte-americana não vem sendo acompanhada de pressões inflacionárias, de forma que o Copom atribui baixa probabilidade a aumentos acentuados na taxa de juros norte-americana durante os próximos trimestres que possam comprometer significativamente o atual ambiente favorável de liquidez internacional.

O Brasil, por ser uma economia emergente, não está imune ao contágio de eventuais crises que afetem outros países emergentes. As economias emergentes deverão ter bom desempenho em 2004, mas, na eventualidade de algum país sofrer uma crise, o Copom avalia que o Brasil se encontra bem preparado para enfrentar uma reversão temporária no fluxo de capitais, tendo em vista a melhora significativa dos fundamentos macroeconômicos e o acordo recentemente concluído com o FMI.

O Copom também avalia que eventuais alterações de preços relativos que ocorram nos próximos meses não deverão exercer pressões inflacionárias significativas. Essas alterações teriam duas fontes importantes. A primeira

seria a recuperação de margens. A desaceleração da atividade econômica, ocorrida no primeiro semestre deste ano, afetou os diferentes setores de atividade de forma heterogênea. Com a recuperação econômica que está ocorrendo, é possível que alguns setores que foram mais severamente afetados busquem espaço para recomposição de margens por meio de aumento de preços. Esse movimento, portanto, tende a ser localizado, sem gerar pressão generalizada sobre os preços. Outra mudança importante de preços relativos pode se originar da alteração da base de incidência da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins). Novamente, o Copom entende que, em não havendo aumento da receita total advinda desse tributo, mas somente uma redistribuição entre as fontes pagadoras, eventuais reajustes de preços não deverão representar obstáculo ao cumprimento das metas.

O comportamento dos preços administrados por contrato e monitorados é outra fonte de pressão inflacionária que requer acompanhamento permanente do Copom. A projeção da inflação dos preços administrados para 2004, associada ao cenário de referência, é de 7,8%. No cenário de mercado, a projeção da inflação dos preços administrados para 2004 aumenta para 9,1%. Essa maior projeção incorpora o impacto da depreciação cambial prevista pelo mercado ao longo de 2004 sobre os itens mais sensíveis à variação cambial, como derivados de petróleo, tarifas de energia elétrica e de telefone.

Comparativamente ao Relatório de setembro, caiu em 0,5 p.p. a projeção de inflação dos preços administrados para 2004, associada ao cenário de referência. Esses números, entretanto, não são diretamente comparáveis, uma vez que houve mudança de metodologia no período. Em setembro, utilizou-se um modelo de determinação endógena, em que a projeção da inflação dos preços administrados era função da inflação dos preços livres, do Índice Geral de Preços (IGP), da variação cambial e de componentes sazonais (ver boxe Determinação Endógena dos Preços Administrados). Desde a reunião do Copom de outubro, a projeção para a inflação dos preços administrados em 2004 vem sendo formada a partir de projeções específicas para cada item. Esse procedimento é o mais adequado quando se aproxima o período de referência da projeção, uma vez que se torna possível obter informações mais precisas a respeito de reajustes de itens específicos para aquele ano, notadamente para os itens decididos em nível estadual e municipal. Para 2005, manteve-se a utilização do modelo

de determinação endógena e projeta-se uma inflação de 5,5% para os preços administrados.

Dentre os itens administrados, devem-se destacar os riscos associados às projeções dos reajustes para a gasolina e para o telefone fixo. O cenário de referência supõe um reajuste de 9,5% para a gasolina. Essa projeção incorpora, como usualmente, a trajetória embutida nos mercados futuros e a correção do diferencial entre os preços internos cobrados na refinaria e os preços internacionais convertidos em reais. Além disso, supôs-se também o aumento da Cide de forma que a arrecadação do governo federal com essa contribuição não se reduza após a promulgação da reforma tributária.

Em relação às tarifas de telefonia fixa, supõe-se que não haverá reversão das decisões judiciais tomadas até o momento, que limitam o reajuste das tarifas em 2003 em um valor inferior àquele autorizado pela Anatel. Com base nessa hipótese de trabalho, o reajuste projetado para as tarifas de telefonia fixa é de 6,6% para 2004.

A partir deste Relatório, as projeções feitas pelo Copom passaram a utilizar o hiato do produto calculado a partir de uma estimação para a função de produção. O boxe Metodologias de Estimação do Produto Potencial esclarece como esse hiato é estimado. Conceitualmente, o produto potencial estimado a partir de uma função de produção tem a vantagem de incorporar diretamente o impacto do investimento e do crescimento da força de trabalho sobre a capacidade produtiva da economia. Isso é particularmente relevante quando se considera a queda do investimento como proporção do PIB ocorrida nos últimos anos. Além disso, os modelos estimados utilizando o hiato que se obtém da função de produção apresentaram melhor poder preditivo dentro do período amostral do que os modelos que utilizavam o hiato mensurado a partir de uma tendência linear ou do filtro Hodrick-Prescott.

Assim como no cenário básico de Relatórios anteriores, para o cenário de referência o Copom mantém a hipótese de taxa de câmbio constante ao longo do horizonte de projeção em valor próximo ao observado na véspera de sua reunião de dezembro (R\$2,94 por dólar norte-americano). No cenário de mercado, a cotação do dólar norte-americano parte de uma média de R\$2,93 no quarto trimestre de 2003 e atinge R\$3,21 e R\$3,43 no último trimestre de 2004 e de 2005, respectivamente.

Quanto à taxa de juros, o cenário de referência supõe que a meta para a taxa Selic permanecerá constante em 16,5% ao longo do horizonte de previsão. Já o cenário de mercado supõe que a taxa Selic atingirá 14,1% e 13,8% no último trimestre de 2004 e de 2005, respectivamente. Consistentemente com as trajetórias da taxa básica de juros apresentadas, o cenário de referência prevê que a taxa de *swap* pré-DI de seis meses esteja em 17,7% e 18,0% no último trimestre de 2004 e de 2005, respectivamente. Os valores correspondentes no cenário de mercado são 15,3% e 14,4%.

No caso de produtos agropecuários, mantém-se a hipótese dos últimos Relatórios de que seus preços devem evoluir de acordo com a inflação dos preços livres até o final de 2004.

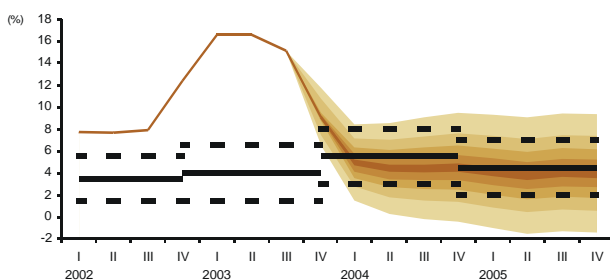
Em relação à política fiscal, trabalha-se com a hipótese de cumprimento da meta de superávit primário para o setor público consolidado de 4,25% do PIB em 2003 e nos próximos dois anos.

6.3 Previsão da inflação

Com base nos pressupostos e riscos associados considerados pelo Copom e utilizando o conjunto de informações disponível, foram construídas as projeções para a variação do IPCA em doze meses utilizando as hipóteses do cenário de referência e do cenário de mercado. No cenário de referência, supõe-se como hipótese de trabalho que a taxa de juros será mantida em 16,5% a.a., valor definido na reunião do Copom em 16 e 17 de dezembro de 2003, e a taxa de câmbio permanecerá constante em valor próximo ao vigente na véspera da reunião do Copom (R\$2,94). No cenário de mercado, a taxa básica de juros da economia cai para 14,1% a.a. no último trimestre de 2004 e para 13,8% a.a. no último trimestre de 2005, e a taxa de câmbio atinge R\$3,21 e R\$3,43 no último trimestre de 2004 e de 2005, respectivamente.

A trajetória central associada ao cenário de referência cai fortemente no primeiro trimestre de 2004, quando a inflação anormalmente elevada de 5,1% ocorrida no primeiro trimestre de 2003 é substituída por uma inflação de 1,1%, inferior à trajetória de metas. Entre o primeiro e o segundo trimestres, a inflação deverá cair mais 0,5 p.p., principalmente por causa de fatores sazonais, associados ao início da safra agrícola. A partir do segundo trimestre

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 16,5% a.a. (Cenário de referência)
Leque de inflação



Obs.: Inflação acumulada em doze meses (% a.a.)

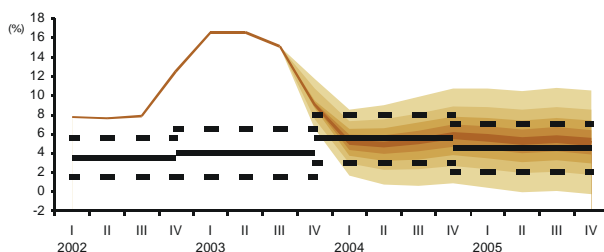
Inflação do IPCA, com juros constantes de 16,5% a.a.
(Cenário de referência)

Período		Intervalo de confiança					Projeção central	
		50%	30%	10%				
2003	4	8,7	8,9	9,0	9,2	9,3	9,5	9,1
2004	1	3,5	4,1	4,7	5,2	5,8	6,4	5,0
2004	2	2,7	3,5	4,1	4,7	5,4	6,1	4,4
2004	3	2,5	3,3	4,1	4,8	5,5	6,3	4,4
2004	4	2,5	3,4	4,1	4,9	5,7	6,5	4,5
2005	1	2,0	2,9	3,7	4,5	5,3	6,3	4,1
2005	2	1,6	2,6	3,4	4,2	5,0	6,0	3,8
2005	3	1,9	2,8	3,7	4,5	5,3	6,3	4,1
2005	4	1,8	2,7	3,6	4,4	5,2	6,2	4,0

Obs.: Inflação acumulada em doze meses em % a.a.

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros

Leque de inflação



Obs.: Inflação acumulada em doze meses (% a.a.)

Projeção da Inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros¹

Período		Intervalo de confiança					Projeção central	
		50%	30%	10%				
2003	4	8,7	8,9	9,0	9,2	9,3	9,5	9,1
2004	1	3,7	4,3	4,8	5,4	5,9	6,5	5,1
2004	2	3,2	3,9	4,6	5,2	5,8	6,6	4,9
2004	3	3,3	4,2	4,9	5,6	6,3	7,2	5,3
2004	4	3,8	4,6	5,4	6,2	7,0	7,8	5,8
2005	1	3,5	4,4	5,2	6,0	6,8	7,7	5,6
2005	2	3,1	4,0	4,8	5,6	6,5	7,4	5,2
2005	3	3,2	4,2	5,0	5,8	6,7	7,6	5,4
2005	4	2,9	3,9	4,7	5,6	6,4	7,4	5,1

Obs.: Inflação acumulada em 12 meses em % a.a.

1 - De acordo com a Gerin

de 2004, a ausência de depreciação cambial, a manutenção da taxa básica de juros e a inércia fraca fazem com que inexistam pressões inflacionárias significativas e a inflação se estabiliza em torno de 4,5%, abaixo da meta de 5,5% estipulada para o período. Ao longo de 2005, a inflação flutua em função de fatores sazonais, notadamente o início da safra agrícola no segundo trimestre, pressionando a inflação para baixo, e a concentração de reajustes de preços administrados no terceiro trimestre, pressionando a inflação para cima. Há, entretanto, uma tendência de queda da inflação devido aos efeitos da manutenção da taxa de juros em patamares elevados. Para 2005, a projeção de inflação associada ao cenário de referência encontra-se em 4,0%, abaixo da meta de 4,5% estabelecida para o ano.

O cenário de mercado, por embutir queda na taxa de juros e depreciação cambial ao longo do horizonte de previsão, projeta inflações mais elevadas do que o cenário de referência, de 5,8% e de 5,1% para 2004 e 2005, respectivamente. Semelhantemente ao que se projeta no cenário de referência, há uma forte queda da inflação acumulada em doze meses, da ordem de 4 p.p., no primeiro trimestre de 2004. Essa queda ocorre pelo mesmo motivo exposto anteriormente, qual seja, a substituição da alta inflação ocorrida no primeiro trimestre de 2003 por uma inflação mais baixa, de 1,3% no primeiro trimestre de 2004. A partir do segundo trimestre, o comportamento da inflação é qualitativamente diferente daquele projetado pelo cenário de referência. No segundo trimestre, há uma nova queda da inflação, devida sobretudo a fatores sazonais. A partir do segundo trimestre, contudo, observa-se uma tendência de alta da inflação, provocada pela depreciação cambial e, principalmente, pelo aumento dos preços administrados. Conforme discutido na seção 6.2, o cenário de mercado supõe inflação dos preços administrados de 9,1% em 2004, ante 7,8% embutidos no cenário de referência. No segundo semestre do ano, a projeção de reajuste de administrados no cenário de mercado é de 4,8%, cerca de 1 p.p. maior do que a projeção para o mesmo período contida no cenário de referência. Após o repique inflacionário projetado para o final de 2004, à parte flutuações sazonais, a inflação entra novamente em trajetória de queda ao longo de 2005, beneficiada pela menor depreciação cambial e pela desaceleração da velocidade de queda da taxa de juros a partir do terceiro trimestre de 2004.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com aquelas divulgadas no Relatório de setembro,

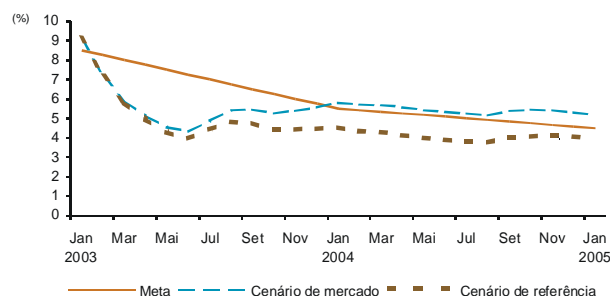
**Projeções do "Relatório de Inflação"
de setembro de 2003**

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2003 IV	8,9	9,2
2004 I	4,5	5,1
2004 II	3,7	4,7
2004 III	3,8	5,4
2004 IV	3,9	5,8

cujas projeções centrais estão reproduzidas ao lado, mostra que as maiores alterações ocorreram no cenário de referência. Ainda assim, o comportamento qualitativo é semelhante. Em setembro, o então denominado cenário básico projetava forte queda da inflação entre o quarto trimestre de 2003 e o primeiro trimestre de 2004, e relativa estabilidade a partir do segundo trimestre. A inflação projetada para 2004, contudo, estava 0,6 p.p. abaixo da projetada atualmente. O aumento da projeção de inflação deve-se à maior projeção para a inflação dos preços livres em 2004: 3,2% ante 2,2% projetados em setembro. Esse aumento deveu-se à queda da taxa de juros ocorrida no período e, principalmente, ao fato de que as projeções passaram a incorporar outra mensuração do hiato do produto, baseado no cálculo do produto potencial a partir de uma função de produção. Já as projeções para os preços administrados caíram desde setembro, de 8,3% para 7,8%.

A trajetória de inflação projetada para 2004 segundo o cenário de mercado neste Relatório é praticamente a mesma que foi apresentada em setembro. Isso significa que houve uma compensação entre os fatores que pressionariam a inflação para cima e para baixo na comparação entre as duas projeções. Dentre os fatores que tenderiam a aumentar a projeção de inflação, destacam-se a queda nas taxas de juros projetadas e a utilização do hiato do produto calculado a partir de uma função de produção, cujos valores recentes mostram que o hiato se encontra em valores menos negativos do que se o Copom continuasse utilizando o hiato calculado a partir da extração de tendência linear. Como fatores que contribuem para reduzir a inflação de 2004, destacam-se a menor projeção para a inflação dos preços administrados, que caiu de 10,5% para 9,1%, e a melhoria das expectativas de mercado, que se reduziram de 6,2% para 6,0%.

Inflação acumulada nos doze meses seguintes



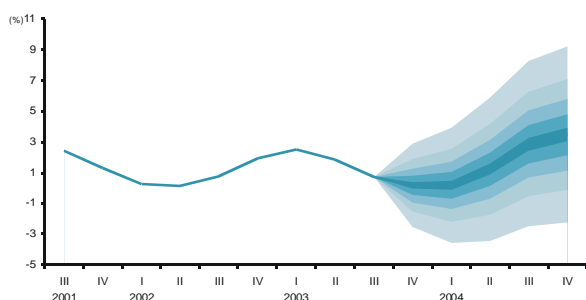
O gráfico ao lado mostra a evolução da inflação acumulada doze meses à frente de acordo com o cenário de referência e com o cenário de mercado deste Relatório, juntamente com a trajetória interpolada das metas para 2003 e 2004. Essas trajetórias são constituídas pelo acúmulo da inflação ocorrida até novembro de 2003 com as taxas de inflação projetadas a partir desse mês. Assim como discutido no Relatório de setembro, a inflação acumulada doze meses à frente a partir de janeiro de 2003, ou seja, a inflação projetada entre janeiro e dezembro deste ano, está acima da meta ajustada de 8,5%. Entretanto, já a partir de fevereiro, a projeção associada ao cenário de referência situa-se permanentemente abaixo da trajetória de metas. Já as projeções associadas ao cenário de mercado mostram que a inflação doze meses à frente

situa-se, a partir de janeiro de 2004, acima da trajetória de metas. Assim como ocorre com o cenário de referência, as projeções associadas ao cenário de mercado indicam uma tendência de queda da inflação (excetuando fatores sazonais), mas essa queda se dá a uma velocidade inferior à redução das metas. No entanto, por embutir queda na taxa de juros e depreciação cambial ao longo do horizonte de previsão, o cenário de mercado projeta inflações mais elevadas do que o cenário de referência, de 5,8% para 2004 e de 5,1% para 2005, ambas ainda superiores às metas.

Varição do PIB com juros fixos em 16,5% a.a.

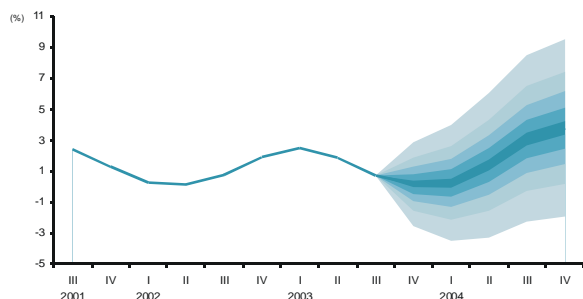
Cenário de referência

Leque do produto



Varição do PIB, com cenário de mercado para as taxas de câmbio e de juros

Leque do produto



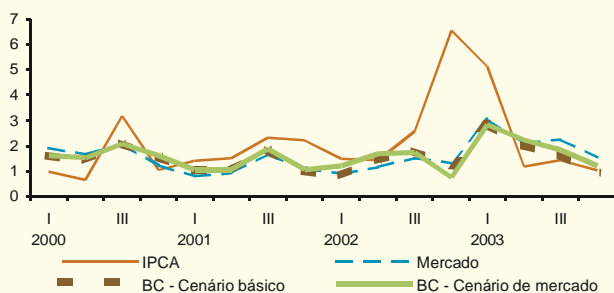
Apresentam-se também os leques de crescimento do produto construídos com base nas hipóteses dos cenários de referência e de mercado. Vale enfatizar que os erros de previsão associados às projeções de crescimento do PIB são consideravelmente maiores do que no caso de projeções de inflação, tanto porque envolvem, no caso dos modelos utilizados pelo Copom, as trajetórias de dois componentes não observáveis, produto potencial e hiato, quanto porque o cálculo do produto é, por definição, mais complexo e menos preciso do que o da inflação. De acordo com o cenário de referência, que supõe manutenção da taxa de juros em 16,5% até o final de 2005, o crescimento previsto em 2003 seria de 0,3% e de 3,5% em 2004. A queda da projeção mais recente para o crescimento do PIB em 2003, comparativamente aos 0,6% projetados em setembro, deve-se em grande parte às estimativas divulgadas pelo IBGE para o crescimento do PIB até o terceiro trimestre, que incorporam mudanças metodológicas e revisões nos dados referentes a 2002 e ao primeiro semestre de 2003 (ver boxe Estimativas para a Evolução do PIB). Apesar do fraco desempenho registrado em 2003, deve-se ressaltar que, na margem, a economia vem se recuperando, com projeção de crescimento do PIB do quarto trimestre de 2,0% em relação ao mesmo período do ano anterior. O leque de produto, contendo as projeções do cenário de mercado, aponta para um crescimento do PIB de 3,8% em 2004. Essa maior projeção, comparativamente ao cenário de referência, reflete o impacto da redução da taxa de juros sobre o nível de atividade.

Comportamento das Previsões de Inflação do Banco Central e do Mercado

O objetivo deste boxe é comparar o comportamento das expectativas de inflação formadas pelo mercado com as projeções do Banco Central publicadas trimestralmente nos "Relatórios de Inflação". Em especial, será mostrado que as projeções não conseguiram captar adequadamente os rápidos movimentos de aceleração e desaceleração da inflação ocorridos entre o último trimestre de 2002 e o segundo trimestre de 2003. A mediana das expectativas de mercado, de acordo com pesquisa conduzida pela Gerin, previu melhor do que as projeções do Banco Central o movimento de aceleração inflacionária ocorrida no último trimestre de 2002, mas foi mais lenta em captar o recuo das taxas verificado a partir do segundo trimestre de 2003. De uma forma geral, quando se avaliam as projeções feitas desde o último trimestre de 1999, verifica-se que as projeções do Banco Central foram mais acuradas do que a mediana das expectativas de mercado.

Inflação ocorrida e projeções para um trimestre à frente

Variação % trimestral



Obs.: O valor referente ao último trimestre de 2003 foi obtido imputando-se uma inflação de 0.4% para dezembro.

O gráfico ao lado mostra a inflação ocorrida por trimestre t e as projeções, do mercado e do Banco Central, feitas no trimestre anterior ($t-1$) para o trimestre t . Para as expectativas de mercado, considerou-se a mediana do último dia útil anterior ao início de cada trimestre, de forma a compatibilizar os períodos amostrais. As expectativas de mercado são comparadas às projeções dos "Relatórios de Inflação", tanto as associadas ao cenário de referência (com taxa de juros e taxa de câmbio constantes ao longo do horizonte de projeção), quanto as associadas ao cenário de mercado (cujas trajetórias de taxa de juros e de taxa de câmbio correspondem à mediana das projeções do mercado, conforme pesquisa coordenada pela Gerin).

Algumas observações importantes emergem desse gráfico. Em primeiro lugar, para 2000, nenhuma das projeções apresenta algum viés definido enquanto que, a partir de 2001, todas as projeções subestimaram, em média, as inflações ocorridas. Esse resultado está certamente influenciado pelo período amostral, uma vez que 2000 foi um ano de relativa estabilidade macroeconômica, enquanto que durante a maior parte do período que se inicia em 2001 houve choques de custo adversos de magnitude elevada. Em segundo lugar, não se pode dizer que exista alguma projeção cujos valores sejam sistematicamente maiores ou menores em todos os trimestres. A mediana das expectativas de mercado foram as que apresentaram valores mais extremos, no sentido de que, dos dezesseis trimestres da amostra, as expectativas de mercado forneciam as projeções mais elevadas em sete trimestres e as projeções mais baixas em outros sete trimestres.

Por fim, as projeções parecem acompanhar com defasagens os movimentos mais acentuados da inflação. Como se observa, a forte elevação da inflação ocorrida no último trimestre de 2002 não foi antecipada por nenhuma das projeções. Ao contrário, todas elas previam que a inflação do quarto trimestre estaria abaixo da inflação do terceiro trimestre. Para o primeiro trimestre de 2003, houve aumento de todas as projeções, tendo o mercado se aproximado mais da inflação ocorrida. As projeções foram novamente lentas em captar a forte mudança do processo

Erros de previsão das diferentes projeções

Trimestres à frente	Amostra completa					
	Desvio médio absoluto			Desvio quadrático médio		
	Cenário básico	Cenário Gerin	Mercado	Cenário básico	Cenário Gerin	Mercado
1*	0,98	1,04	1,11	1,58	1,69	1,60
2**	1,58	1,58	1,67	2,33	2,36	2,27
3**	1,71	1,69	2,24	2,54	2,50	2,98
4**	1,77	1,76	2,30	2,62	2,53	3,15
Amostra excluindo o período 2002:4 a 2003:2						
1*	0,56	0,58	0,73	0,65	0,65	0,79

* Amostra de 2000:1 a 2003:3

** Amostra de 2001:1 a 2003:3. Essa amostra só se inicia em 2001 porque durante 2000 a Gerin não pesquisava as projeções de mercado para além de um trimestre à frente.

inflacionário ocorrida a partir do segundo trimestre deste ano. Todas elas superestimaram as inflações do segundo e terceiro trimestres, embora as projeções do Banco Central tenham convergido mais rapidamente para os novos patamares mais baixos de inflação.

A tabela anterior resume os erros de previsão das diferentes projeções para horizontes de previsão de um a quatro períodos à frente. Foram calculados o desvio absoluto médio e o desvio quadrático médio para a amostra completa, de 2000:1 a 2003:4, e para uma amostra reduzida, que exclui os movimentos de forte aceleração e desaceleração da inflação ocorridos entre 2002:4 e 2003:2.

Observa-se que os erros de previsão são relativamente altos para a amostra completa, sempre próximo ou acima de 1 p.p., para uma inflação trimestral média de 2,13% no período. Como se espera para períodos de maior normalidade e, conforme já sugerido pelo Gráfico 1, os erros de previsão caem substancialmente quando se retira o período de forte mudança do comportamento inflacionário da amostra. Considerando-se que a inflação trimestral média dessa sub-amostra é de 1,64%, os erros de previsão caíram não só em termos absolutos, como também em relação à inflação média do período considerado. Quando se utiliza o critério de desvios absolutos médios, as projeções do Banco Central são mais precisas do que as de mercado para todos os horizontes considerados e para as duas amostras. De uma forma geral, essa conclusão se mantém para as projeções associadas ao cenário básico quando se utiliza o critério de desvios quadrados médios. Também de acordo com esse critério, as projeções do Banco Central utilizando a trajetória de taxa de câmbio e juros coletadas pela Gerin são menos precisas do que as projeções do mercado para até dois trimestres à frente, porém mais precisas para os horizontes mais distantes. Comparando-se as projeções feitas pelo Banco Central, observa-se que aquelas construídas a partir do cenário de mercado são mais precisas para os horizontes de projeção mais longos, sugerindo que trajetórias que antecipam variações nas taxas de câmbio e de juros em função da evolução do cenário macroeconômico são mais realistas, no médio prazo, do que aquelas que incorporam a hipótese de trabalho de que a taxa de juros e de câmbio permanecerão constantes durante todo o horizonte de projeção.

Metodologias para Estimação do Produto Potencial

Este boxe retoma a discussão sobre metodologias para cálculo do produto potencial, apresentada no “Relatório de Inflação” de setembro de 1999. O produto potencial corresponde ao nível de produto que pode ser obtido com a plena utilização dos recursos disponíveis na economia, sem gerar pressões de alta ou de baixa sobre a taxa de inflação. A partir da estimação do produto potencial, pode-se obter o valor do hiato do produto, que é definido como a diferença entre o produto efetivo e o produto potencial. O hiato do produto é, portanto, uma medida da capacidade ociosa da economia. A boa condução da política monetária requer uma mensuração adequada do hiato para que se avalie corretamente o impacto de variações da taxa de juros sobre a inflação.

O Banco Central acompanha a evolução do produto potencial mensurado por três métodos: extração de tendência linear, filtro Hodrick-Prescott (HP) e função de produção. Os métodos de estimação por extração de tendência linear e de filtro HP estão descritos no boxe do "Relatório de Inflação" de setembro de 1999. Deve-se ressaltar que o produto estimado pelo método de tendência linear apresenta a deficiência de não incorporar alterações estruturais na economia. Esse problema torna-se particularmente importante em função do que ocorreu nos últimos anos na economia brasileira, quando a crise de energia e as baixas taxas de investimento provavelmente reduziram a taxa de crescimento do produto potencial. Já o produto potencial estimado pelo filtro HP pode interpretar erroneamente alterações cíclicas na taxa de crescimento do PIB efetivo como mudanças na taxa de crescimento do produto potencial. O exemplo mais contundente dessa crítica é o fracasso da série de hiato do produto estimada a partir do

filtro HP em detectar adequadamente a depressão dos anos 30 na economia norte-americana. De uma forma geral, ambos os métodos de extração de uma tendência linear e de filtro HP são criticados por serem métodos mecânicos, que não incorporam informações sobre o comportamento das variáveis que explicam a variação do produto potencial, como a evolução dos fatores de produção e a produtividade.

O produto potencial estimado a partir de uma função de produção contorna as limitações acima, mas depende do comportamento de variáveis de difícil mensuração, como o estoque de capital e quantidade de trabalho. Para calcular o produto potencial, parte-se de uma função de produção do tipo Cobb-Douglas, com capital e trabalho como insumos¹, conforme especificado abaixo:

$$Y_t = A_t K_t^{\alpha_t} L_t^{1-\alpha_t}$$

em que:

Y é o produto efetivo da economia;

K é o estoque de capital;

L é o número de trabalhadores;

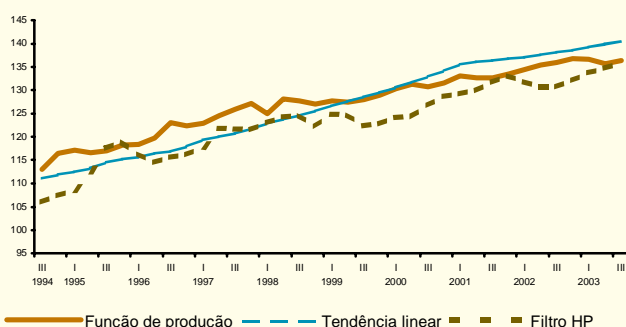
α é a participação da remuneração do capital na renda nacional;

A é a produtividade total de fatores, que corresponde ao resíduo estimado, isto é, A_t é tal que, dados K_t , L_t e α_t , a igualdade acima torna-se verdadeira para todo período t;

O produto potencial é obtido a partir da mesma função de produção, utilizando-se as séries já conhecidas de A_t e α_t , e substituindo os valores ocorridos de K_t e L_t pelos valores correspondentes de pleno emprego.

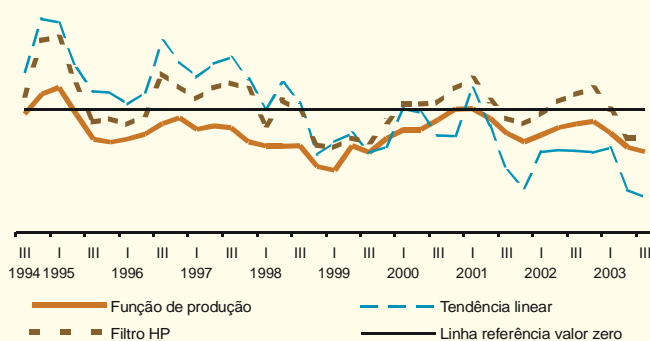
Os gráficos mostram, para o período do Plano Real, as séries dessazonalizadas do produto potencial de acordo com os três métodos mencionados acima e a série correspondente do hiato do produto.

Série dessazonalizada do produto potencial, por métodos de estimação



¹ Esse cálculo está descrito em: Muinhos, Marcelo, Sergio A. L. Alves. (2003) "Medium-Size Macroeconomic Model for the Brazilian Economy". Banco Central do Brasil. Working Paper Series nº 64.

Séries de hiato do produto por método de estimação



Observa-se que, como era de se esperar, a mensuração do produto potencial é sensível ao método escolhido. Desde meados de 2000, o método de tendência linear fornece os maiores valores para o PIB potencial, mesmo tendo sido incorporada uma inflexão na inclinação da curva a partir de 2001, cujo objetivo foi refletir o impacto negativo da crise de energia e da queda da taxa de investimento sobre o crescimento do PIB.

Dadas as diferenças entre as séries de produto potencial, as séries de hiato do produto correspondentes também dependerão da metodologia de cálculo utilizada. Mais especificamente, nos últimos anos, o método de tendência linear, por gerar as estimativas de produto potencial mais elevadas, também gera os valores mais negativos para o hiato do produto. Esses valores mais negativos geram previsões mais baixas para as inflações dos próximos anos. Observa-se também que, a despeito das magnitudes serem diferentes, os valores correntes do hiato do produto são negativos nas três séries analisadas, o que significa que há espaço para a economia crescer em 2004 sem pressionar a inflação, mesmo sem uma recuperação imediata dos investimentos.

Em princípio, nenhum dos três métodos pode ser considerado estritamente superior aos demais, uma vez que cada um deles apresenta vantagens e limitações específicas. Dessa forma, o Copom acompanha a evolução das três mensurações de hiato do produto, mas, para construir as projeções do "Relatório de Inflação", é necessário optar pela metodologia que julgue ser a mais adequada. As avaliações mais recentes mostraram que, para o período amostral considerado, as projeções de inflação mais precisas são aquelas obtidas quando se utiliza como variável explicativa o hiato derivado da função de produção.

Modelo de Determinação Endógena de Preços Administrados

Nas “Notas das Reuniões do Copom” de junho e julho de 2003, fez-se referência, na seção de avaliação prospectiva das tendências de inflação, ao modelo de determinação endógena de preços administrados. O propósito deste boxe é contextualizar a aplicação desse modelo nas previsões realizadas pelo Banco Central para o comportamento futuro desses preços no intuito de subsidiar as decisões de política monetária.

No Brasil, uma parte dos preços administrados, como, por exemplo, os serviços de utilidade pública, é reajustada, em parte ou totalmente, de acordo com a inflação passada acumulada em doze meses, medida pelo IGP-DI; outra acompanha os preços internacionais das *commodities*, como o petróleo. Por sua vez, 60% do IGP-DI são formados pelos preços no atacado, cuja variação é fortemente influenciada pelo comportamento da taxa de câmbio.

Os resultados recentes indicam que, no curto prazo, aqui considerado como o período de tempo de até um ano, é mais apropriado utilizar como previsão para evolução dos preços administrados os dados coletados pelo Departamento Econômico (Depec) do Banco Central. Nesse horizonte de tempo mais curto há menos incerteza em relação aos cenários de evolução para a taxa de câmbio e para os preços das *commodities*, além de ser possível identificar com maior clareza possíveis impactos oriundos de decisões de ordem administrativa.

Em relação às previsões para o médio e longo prazos, antes da introdução do modelo de determinação endógena de preços administrados, supunha-se que sua variação seria igual àquela

esperada pelo mercado para o IGP-DI. Entretanto, os dados observados para as taxas de variação dos preços administrados indicaram que os resultados obtidos com esse procedimento nem sempre são satisfatórios.

Nesse contexto, a partir de julho, passou-se a utilizar um modelo de determinação endógena de preços administrados composto das duas equações seguintes:

$$\pi_t^{IGP-DI} = \pi_t^{IGP-DI} (\pi_{t-1}^{IGP-DI}, \pi_t^{livre}, \Delta e_t, \pi_t^*, D_t, S_t)$$

$$\pi_t^{adm} = \pi_t^{adm} (\pi_{t-1}^{adm}, \pi_{t-1}^{IGP-DI}, \Delta e_t, \pi_t^*, D_t, S_t)$$

em que:

π_t^{adm} taxa de inflação dos preços administrados;

π_t^{livre} taxa de inflação dos preços livres;

π_t^{IGP-DI} taxa de inflação IGP-DI;

π_t^* taxa de inflação externa;

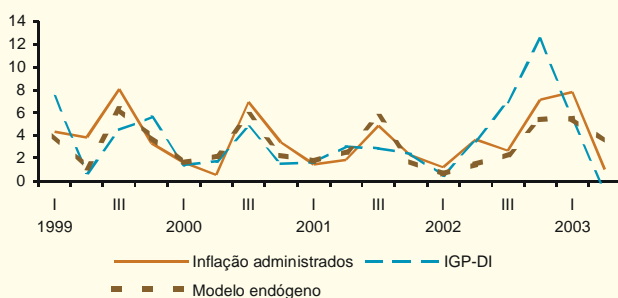
Δe_t variação cambial;

S_t *dummy* sazonal trimestral;

D_t *dummy* de nível: 0 antes de 1999 e 1 depois;

Primeiro, foi estimada a equação para o índice IGP-DI, em que o mesmo é função do seu valor no período anterior, da inflação de preços livres, da inflação externa em reais (isto é, do efeito combinado da variação cambial com a inflação externa) no mesmo período e de componentes sazonais. Em seguida, estimou-se a equação que descreve o comportamento dos preços administrados, em que estes dependem do seu próprio valor no período anterior, do índice IGP-DI, da inflação externa em reais no mesmo período (incluindo uma *dummy* de nível para a mudança do regime cambial em 1999) e de componentes sazonais. Além disso, algumas condições são impostas para que haja convergência para a inflação de preços livres no longo prazo.

Inflação dos Preços Administrados, IGP-DI e modelo endógeno (% a.a.)



Fonte: FGV e IBGE

O gráfico ao lado apresenta as taxas de inflação observadas para os preços administrados e para o índice IGP-DI, bem como a previsão dentro da amostra do modelo de determinação endógena, a partir da mudança do regime cambial em 1999.

A análise do gráfico indica que, como era de se esperar para previsões dentro da amostra, o modelo de determinação endógena de preços administrados apresenta resultados mais satisfatórios do que o método utilizado anteriormente, que considerava apenas as previsões de mercado para o índice IGP-DI. Tal fato pode ser corroborado comparando-se o coeficiente de correlação entre as séries apresentadas: 0,62 entre inflação dos administrados e IGP-DI e 0,82 entre inflação dos administrados e modelo endógeno. Em relação à capacidade de previsão fora da amostra para o médio prazo, não há ainda informações suficientes que permitam fazer uma avaliação criteriosa. Dessa forma, para fazer suas previsões acerca do comportamento dos preços administrados no médio prazo, o Copom continuará avaliando também outros indicadores, que incluem as expectativas de mercado.

Anexo

Notas da 88ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 16 e 17/9/2003

Local: Sala de reuniões do 8º andar (16/9) e do 20º andar (17/9) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h10 (16/9) e 15h (17/9)

Horário de término: 18h30 (16/9) e 18h (17/9)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Afonso Sant’Anna Bevilaqua

Antonio Gustavo Matos do Vale

Beny Parnes

Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo

João Antônio Fleury Teixeira

Luiz Augusto de Oliveira Candiota

Paulo Sérgio Cavalheiro

Chefes de Departamento

(todos presentes no dia 16)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

José Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva –

Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores

Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de

Estudos e Pesquisas (também presente no dia 17)

Sérgio Goldenstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Demais participantes (presentes no dia 16)

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria
Antônio Carlos Monteiro – Secretário-Executivo da Diretoria

Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria
João Batista do Nascimento Magalhães – Assessor Especial do Presidente

Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa

Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

Os membros do Copom analisaram 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.

Evolução recente da inflação

1. A variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 0,34% em agosto, ante 0,2% no mês anterior, acumulando 7,22% no ano. A variação acumulada em doze meses recuou pelo terceiro mês consecutivo, para 15,07%. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) elevou-se 0,62%, após queda de 0,2% em julho, principalmente pela reversão no resultado do Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), que passou de -0,59% em julho para 0,7% em agosto, enquanto o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) registrou desaceleração, variando 0,13%, comparativamente à alta de 0,34% observada em julho. As variações do IGP-DI e do IPA-DI, acumuladas em doze meses findos em agosto, recuaram pelo quinto mês consecutivo, atingindo 22,03% e 25,85%, respectivamente.

2. Em relação ao IPCA, a alta de 0,85% nos preços monitorados contribuiu com 0,24 p.p. da variação mensal do índice, enquanto o aumento de 0,14% nos preços livres respondeu por 0,1 p.p. Dentre os preços monitorados, destacaram-se as elevações nas tarifas de telefone fixo e de energia elétrica, taxa de água e esgoto e o preço da gasolina, este após cinco meses em queda. Quanto aos preços livres, os maiores impactos decorreram das altas nos preços dos empregados domésticos e da carne bovina. Destaque-se, contudo, que os preços dos alimentos ainda registraram queda em agosto, de 0,27%, embora de forma menos acentuada que a verificada no mês anterior, de 0,67%.

3. No atacado, tanto os preços agrícolas quanto os industriais registraram variação positiva em agosto. Os preços agrícolas subiram 1,77%, revertendo tendência de queda que vigorou nos quatro meses anteriores, refletindo o início da entressafra e o aumento das cotações internacionais de algumas *commodities*. As maiores pressões foram localizadas nos preços das carnes (bovina, suína e de aves) e derivados, do café em coco, da mandioca e do arroz. Os preços industriais aumentaram 0,29%, após recuos nos últimos três meses, destacando-se os aumentos em placas de aço comum, óleos combustíveis, enxofre, açúcar cristal, café torrado e moído e fios e cabos de cobre.

4. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços administrados e monitorados, variou 0,37% em agosto, repetindo o resultado do mês anterior. A variação acumulada nos últimos doze meses recuou pelo segundo mês consecutivo, atingindo 10,8%.

5. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado pelo método das médias aparadas, subiu 0,58% em agosto, ante 0,65% em julho. A variação acumulada nos últimos doze meses atingiu 12,59%, recuando pela primeira vez neste ano. A mesma medida, quando calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, alcançou 0,35% no mês e 11,47% em doze meses.

6. O núcleo de inflação para o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), utilizando-se o método das médias aparadas simétricas, elevou-se

0,45% em agosto, acumulando alta de 12,43% nos últimos doze meses até agosto.

7. Em setembro, os índices de preços ao consumidor deverão mostrar taxas mais altas do que as observadas em agosto, refletindo pressões localizadas, principalmente, no grupo de preços monitorados e de alimentação. Dentre os preços monitorados, deverão se destacar os reajustes da taxa de água e esgoto em São Paulo, da energia elétrica em Brasília e Goiânia e o segundo reajuste de ônibus urbano em Salvador, além de outros itens com impactos nacionais como álcool, gasolina e telefone fixo. No âmbito dos preços livres, o aumento na variação mensal deverá ocorrer pela reversão na tendência dos preços dos alimentos, já detectada no segmento atacadista, em agosto.

8. Vale ressaltar que os aumentos pontuais a serem observados ainda nos próximos meses, sobretudo decorrentes do grupo de monitorados e de pressões sazonais, não caracterizam alteração no processo de acomodação inflacionária que vem sendo observado nos últimos meses. Como evidência desse fato, deve-se observar a evolução dos núcleos de inflação, que seguem em trajetória decrescente.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a. as projeções dos reajustes para a gasolina em 2003 foram revistas pelo Copom. As novas projeções para todo o ano acumulam 2,2%, 2,7 p.p. menores que a previsão de agosto. Essa diminuição decorre, principalmente, da apreciação cambial ocorrida no último mês e da queda da cotação internacional do produto. Em relação ao gás de bujão, como o aumento previsto para agosto foi um pouco menor do que o esperado, as projeções para reajuste em todo 2003 reduziram-se de 5,8% para 5,4%. Não houve, no entanto, alteração da projeção para a evolução do preço do Gás Liquefeito de Petróleo (GLP) nos meses remanescentes;

b. em relação às tarifas de energia elétrica residencial, a projeção de reajuste para 2003 reduziu-se de 22,3% para 20,8%. Já as projeções para os reajustes das tarifas de telefonia fixa em 2003 aumentaram 0,2 p.p., para 25,7%. Vale ressaltar que, em função de liminar contra o reajuste das tarifas telefônicas, houve alteração das datas previstas para os reajustes. O Copom supôs, no entanto, que a diferença entre o reajuste projetado e o ocorrido nos últimos meses deverá ser compensada até o final de 2003;

c. para os itens administrados por contrato e monitorados, com peso de 28,6% no IPCA de agosto, mantém-se a projeção de inflação de 14,0% em 2003;

d. para os reajustes do conjunto de itens administrados por contrato e monitorados em 2004, o Copom utilizou um modelo de determinação endógena de preços administrados. A partir desse modelo, em que são considerados componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e Índice Geral de Preços (IGP), a projeção de administrados em 2004 foi reduzida de 8,7% em agosto para 8,3% em setembro;

e. a projeção para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação do modelo VAR utilizando as variáveis Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, encontra-se em -275 p.b. no quarto trimestre de 2003 e se eleva gradualmente até atingir 50 p.b. no quarto trimestre de 2004.

10. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do Produto Interno Bruto (PIB) neste e nos próximos dois anos. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

11. A partir das hipóteses do cenário básico, que incluem a manutenção da taxa de juros em 22,0% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$2,90), as projeções de inflação estão acima da meta ajustada de 8,5% para 2003 e abaixo da meta de 5,5% para 2004.

Implementação da política monetária

12. Em agosto, a inflação medida pelo IPCA e por outros índices ratificou os bons resultados observados em junho e julho. Adicionalmente, a manutenção da taxa de câmbio em patamares estáveis e a estabilidade das expectativas de inflação em níveis compatíveis com a trajetória das metas sugerem que se concluiu o ciclo de ajuste de preços relativos por que passou a economia brasileira desde 2002.

13. A inflação de agosto medida pelo IPCA atingiu 0,34%, em linha com as projeções apresentadas na reunião do Copom de agosto. O aumento de 0,14 p.p. em relação a julho ocorreu por conta de um maior reajuste de preços administrados por contrato e monitorados e por itens que apresentam comportamento sazonal. Dentre esses itens, destacam-se o aumento do preço da carne bovina, por ter se iniciado o período de entressafra; e o aumento do salário de empregados domésticos, que, apesar de ter ocorrido majoritariamente em abril e maio, foi captado com maior intensidade no IPCA de agosto, por razões metodológicas referentes ao cálculo do índice. Deve-se ressaltar que a proporção de itens que apresentam reajuste positivo no IPCA a cada mês vem caindo desde março e atingiu 56,4% em agosto, o menor valor observado desde janeiro de 2001.

14. O comportamento dos núcleos de inflação também indica que a inflação está em trajetória de queda, tendendo a se estabilizar em patamares mais baixos. O núcleo calculado pelo método de médias aparadas com suavização caiu pelo quinto mês consecutivo, e o núcleo de médias aparadas sem suavização, após relativa estabilidade entre junho e julho, voltou a se reduzir em agosto. O núcleo por exclusão de preços administrados por contrato e monitorados e alimentos no domicílio foi de 0,37%, o mesmo valor observado em julho. O cálculo do núcleo de outros índices de preços, como o IPC-Br, também aponta trajetória de queda para a inflação.

15. Os índices que medem a inflação no atacado apresentaram variações positivas, após três meses consecutivos de deflação. Esse resultado era esperado, uma vez que reflete o início da entressafra e o esgotamento do repasse para os preços da apreciação cambial ocorrida desde março. Em

agosto, o IPA-produtos agrícolas subiu 1,8%, enquanto o IPA-produtos industriais aumentou 0,3%. A inflação dos preços agrícolas no atacado deve continuar pressionando os preços agrícolas no varejo ao longo dos próximos meses. Como costuma ocorrer a partir do final do segundo semestre, espera-se que esses aumentos sejam revertidos quando passar o período de entressafra. Entretanto, é possível que a reversão dos preços dos produtos alimentícios seja apenas parcial, uma vez que, para alguns itens, pode estar ocorrendo uma mudança de patamar. Esse parece ser o caso, por exemplo, dos produtos derivados de soja, cujo preço aumentou recentemente no mercado internacional.

16. Tendo em vista o impacto da entressafra e os reajustes previstos para os preços administrados, espera-se um pequeno aumento da inflação nos próximos meses. No médio prazo, entretanto, o Copom avalia que a inflação deverá retornar aos níveis mais moderados observados recentemente.

17. A economia começa a apresentar sinais de que esteja revertendo o processo de desaceleração observado no primeiro semestre. Como é comum em períodos de retomada de crescimento, os indicadores de atividade apresentam evidências mistas. Assim, na comparação com o mês anterior das séries dessazonalizadas, pode-se observar um aumento no número de horas trabalhadas, na produção e nas vendas da indústria e na carga própria de energia elétrica em São Paulo (dados de agosto). O volume de vendas no varejo e o nível de ocupação ficaram praticamente estáveis entre junho e julho, enquanto houve queda na utilização da capacidade instalada e na absorção de bens de capital e de insumos da construção civil.

18. O Copom estima que a atividade econômica estará em recuperação a partir do segundo semestre deste ano. A flexibilização da política monetária, iniciada em junho e intensificada nos meses seguintes, o aumento da oferta de crédito e o aumento dos rendimentos reais possibilitados pela redução da inflação permitirão o aumento progressivo do consumo. As exportações líquidas, como vem ocorrendo desde o ano passado, continuarão contribuindo para a manutenção da demanda agregada, ainda que em menor magnitude em termos

relativos. Tendo em vista o grau de capacidade ociosa da economia, a recuperação do investimento agregado deverá ocorrer num ritmo mais lento do que a recuperação do consumo agregado. De uma forma geral, mesmo que a recuperação da demanda por investimento ocorra posteriormente à recuperação do consumo, o Copom mantém o prognóstico de que a recuperação da economia se dará de forma balanceada, em velocidade adequada para tornar compatível o crescimento da demanda com a oferta agregada.

19. Para que a estabilidade de preços possa se manter em um horizonte mais longo, o crescimento da demanda agregada deve continuar sendo compatível com as condições de oferta. A redução das taxas de investimento ocorrida nos últimos anos – e que se acentuou no segundo trimestre de 2003 – teve um efeito negativo sobre o crescimento da capacidade produtiva. Por outro lado, a manutenção de uma política monetária e fiscal consistente com o equilíbrio macroeconômico e a aprovação das reformas em curso no Congresso Nacional acarretarão, ao longo do tempo, impactos positivos sobre o crescimento do PIB potencial. Sendo assim, o Copom acompanhará atentamente a evolução da demanda agregada, para que o aumento do grau de utilização da capacidade instalada se dê em velocidade compatível com a maturação de novos investimentos.

20. Houve melhoras significativas no cenário externo desde a reunião de agosto do Copom. O real apresentou menor volatilidade e se apreciou moderadamente em relação ao dólar norte-americano, com a taxa de câmbio passando de patamares próximos a R\$3,00 para R\$2,90. O risco-país medido pelo *Emerging Market Bond Index Plus (Embi+)* do JP Morgan caiu de valores próximos a 730 p.b. para cerca de 650 p.b. As contas externas continuam apresentando resultados positivos, com a balança comercial, notadamente por causa do aumento das exportações, apresentando superávits crescentes e suficientemente elevados para gerar pequenos superávits no saldo de transações correntes. Observou-se também recuperação do investimento estrangeiro direto em julho e agosto e emissões de títulos soberanos e privados entre agosto e setembro. Tendo em vista a estabilidade do real e o

comportamento favorável das contas externas, não se antevêem no curto prazo pressões inflacionárias advindas da taxa de câmbio.

21. As projeções de inflação do Banco Central, supondo manutenção da taxa Selic em 22,0% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,90, apontam para uma inflação acima da meta ajustada de 8,5% em 2003. Houve uma pequena redução da projeção para este ano em função da queda das expectativas de inflação, da apreciação cambial e da incorporação, às projeções, do PIB do segundo trimestre, conforme divulgado pelo IBGE, que foi menor do que se previa anteriormente. Dessa forma, a trajetória de inflação projetada permanece compatível com aquela apresentada na Carta Aberta enviada pelo Presidente do Banco Central do Brasil ao Ministro da Fazenda em 21.1.2003.

22. Houve também uma pequena redução nas projeções de inflação do Banco Central para os próximos doze meses e para 2004, em função do impacto do PIB abaixo do previsto originalmente e da queda de 0,4 p.p. na inflação projetada para os preços administrados em 2004. Essas novas projeções, com taxa Selic constante a 22,0% e taxa de câmbio em R\$2,90 permanecem, portanto, abaixo da trajetória das metas.

23. Ao longo dos últimos meses, a convergência das expectativas para a trajetória das metas foi um fator fundamental para a obtenção de bons resultados relativos à inflação. A condução da política monetária deve ser feita calibrando a taxa de juros básica de forma a garantir que as expectativas se mantenham consistentes com a convergência da inflação para as metas. A mediana das expectativas de inflação dos analistas de mercado coletadas pela Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) ficou praticamente estável desde a reunião de agosto do Copom. Para 2003, as expectativas de mercado caíram de 9,7% para 9,6%. No caso das expectativas para a inflação acumulada doze meses à frente, houve um pequeno acréscimo, de 6,4% para 6,5%, valor que coincide com a inflação acumulada em doze meses que se encerra em agosto de 2004 segundo a trajetória das metas. Para 2004, as expectativas permaneceram estáveis, em 6,2%.

24. O Copom avalia permanentemente os riscos envolvidos nas projeções para a trajetória futura da inflação. Alguns desses riscos têm se tornado menos significativos, como é o caso das dúvidas em relação ao aumento do grau de inércia da inflação após o repique inflacionário ocorrido no último trimestre de 2002. Por outro lado, ao longo do último trimestre do ano, ocorrerão importantes dissídios coletivos. Nesse caso, será importante observar as diferenças entre os reajustes salariais associados a setores que tiveram ganho de preços relativos desde o ano passado, notadamente os setores produtores de bens comercializáveis que se beneficiaram da depreciação cambial, e os reajustes que se baseiam na inflação passada, independentemente do desempenho setorial ocorrido e previsto.

25. Com o avanço do processo de desinflação, entretanto, outros riscos tornam-se mais relevantes. Dadas as sucessivas reduções na taxa Selic a partir de junho, a taxa de juros real tende a aproximar-se da taxa que deverá vigorar em médio prazo, quando a economia estiver em uma trajetória de crescimento sustentado com estabilidade de preços. À medida que essa convergência segue seu curso, adquirem maior peso relativo os riscos associados às incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária, particularmente no tocante às defasagens e magnitudes do impacto de alterações da taxa Selic sobre a inflação. Com essa mudança progressiva no peso relativo dos riscos, o gradualismo na condução da política monetária torna-se cada vez mais importante.

26. Tendo em vista que as projeções de inflação para os próximos doze meses e para 2004 encontram-se abaixo da meta, que as expectativas de mercado estão estabilizadas em valores compatíveis com a trajetória de metas e que o comportamento do câmbio e do setor externo não constituem fontes de pressão inflacionária no curto prazo, o Copom entendeu ser adequado continuar avançando no processo de flexibilização da política monetária, decidindo, por unanimidade, fixar a meta para a taxa Selic em 20,0% a.a.

27. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 21 de outubro de 2003 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo comunicado 10.187, de 2.10.2002.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Atividade econômica

28. Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Índice do Volume de Vendas no comércio varejista do país caiu 5,4% no período de janeiro a julho de 2003 comparativamente a igual período do ano passado. O desempenho negativo foi generalizado, atingindo todas as atividades e 22 das 27 Unidades da Federação. Por atividades, o ramo que agrega hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo exerceu mais uma vez a principal influência negativa no resultado global do varejo, com queda de 6,5% no acumulado do ano, até julho.

29. As estatísticas da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) ratificaram o desempenho desfavorável do setor, ao mostrar queda de 3,2% nas vendas físicas na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP) em julho, ante as de junho, na série dessazonalizada. Esse resultado decorreu das quedas nas vendas de bens de consumo, das concessionárias de veículos e de materiais de construção, que corresponderam a 2,8%, 5,2% e 5,3%, respectivamente. No ano, até julho, a queda nas vendas físicas atingiu 13,8%, comparativamente às observadas de janeiro a julho de 2002.

30. Apesar do desempenho negativo do comércio em julho, dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) sinalizam perspectivas melhores. As consultas ao sistema Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) e Usecheque mostraram crescimento do comércio em agosto em relação ao observado em julho, de 2,3%, ajustados sazonalmente.

31. A pesquisa mensal da Fecomercio SP sobre a confiança do consumidor registrou queda de 2,2% em setembro, no Índice de Intenções do Consumidor (IIC), principalmente pelo declínio de 3,9% nas intenções futuras de consumir, enquanto o índice das intenções atuais mostrou elevação de 1,9%. Registre-se que, mesmo com esse comportamento, o IIC atingiu 102,2, em escala que vai de 0 a 200, mantendo-se, portanto, na faixa de otimismo.

32. Quanto aos indicadores de investimentos, em julho registrou-se ligeiro acréscimo de 0,4% na série mensal dessazonalizada de produção de bens de capital. Todavia, no ano, até julho, a produção de bens de capital recuou 2,6%, em relação àquela observada no mesmo período de 2002. Destaque-se, adicionalmente, que a parcela da produção de bens de capital voltada para as exportações acusou expansão de 3,7% no ano, o que, somado à queda de 33,6% no *quantum* importado de bens de capital, perfaz a estimativa de recuo de 14,2% na absorção doméstica de bens de capital em 2003, até julho, comparativamente ao observado em 2002. A produção de insumos da construção civil recuou 0,3% em julho e acumulou retração de 7,3% no ano, até julho. Outro indicador da conjuntura desfavorável aos investimentos no período de janeiro a julho de 2003 é o declínio de 12% no volume de financiamentos para investimentos de médio e longo prazos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

33. Segundo o IBGE, a produção industrial brasileira mostrou discreta recuperação em julho, ao registrar crescimento de 0,4% ante junho, na série dessazonalizada. Esse resultado deveu-se ao desempenho positivo da indústria extrativa mineral, com crescimento de 8,8%, em decorrência da normalização da produção de petróleo e gás natural, após a paralisação técnica em algumas plataformas em junho. A indústria de transformação, que representa aproximadamente 90% da produção fabril, registrou recuo mensal de 0,1%. No acumulado do ano até julho, comparativamente ao mesmo período de 2002, a produção industrial recuou 0,3%, refletindo o desempenho negativo da indústria de transformação (-0,6%), haja vista que a produção extrativa mineral cresceu 2,1% no mesmo período.

34. Por categorias de uso, o desempenho favorável no mês atingiu a produção de bens intermediários, de consumo durável e de capital, com acréscimos respectivos de 1%, 0,7% e 0,4%. Apenas a produção de bens de consumo semi e não duráveis registrou queda em julho, de 2,1%.

35. As estatísticas divulgadas pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) sobre o desempenho da atividade fabril em julho também apontaram ligeira

recuperação. No mês, considerando dados dessazonalizados, as vendas reais cresceram 1,7% e as horas trabalhadas na produção aumentaram 0,9%. No acumulado do ano até julho, esses dois indicadores registraram variações positivas de 0,06% e 0,42%, respectivamente. Ainda considerando a série dessazonalizada, o nível de utilização da capacidade industrial instalada atingiu 78,9% em julho, ante o pico recente de 81,6% verificado em outubro de 2002.

36. No segmento automobilístico, em agosto, a produção, as vendas internas e as vendas externas de veículos recuaram 6,3%, 9,1% e 14,2%, respectivamente, em relação a julho, conforme dados dessazonalizados. A produção aumentou 1,8% nos oito primeiros meses do ano, estimulada, principalmente, pela expansão de 36,8% nas vendas externas, já que as vendas internas recuaram 7,7%.

Mercado de trabalho

37. O índice de emprego formal cresceu 0,1% em julho, ante o de junho, na série dessazonalizada; e 3,1% na média do ano até julho, de acordo com informações do Ministério do Trabalho e Emprego. Segundo a nova metodologia da Pesquisa Mensal do Emprego (PME), a taxa de desocupação medida pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país atingiu 12,8% em julho, ante a de 13% em junho, basicamente pelo encolhimento da População Economicamente Ativa (PEA), visto que o número de pessoas ocupadas registrou decréscimo de 0,1% no mês.

38. Ainda segundo a pesquisa do IBGE, o rendimento real médio recebido pelas pessoas ocupadas em junho de 2003 ficou 17,3% abaixo daquele percebido no mesmo mês de 2002. No setor industrial, conforme estatísticas da CNI, a massa salarial real recuperou-se pelo terceiro mês consecutivo em julho deste ano, mas ainda permaneceu 4,9% abaixo da observada no mesmo mês de 2002. No ano, até julho, a massa salarial real na indústria de transformação registrou recuo de 6,4% ante a média do mesmo período do ano anterior.

Crédito e inadimplência

39. O saldo das operações de crédito com recursos livres do sistema financeiro cresceu 0,6% em agosto,

após recuos consecutivos entre março e julho. Essa expansão mensal refletiu acréscimos respectivos de 1,2% e 0,2% nas carteiras destinadas às pessoas físicas e às pessoas jurídicas. Entre as operações realizadas com pessoas jurídicas, observou-se incremento de 0,3% naquelas realizadas com recursos internos e de 0,1% nas realizadas com recursos externos.

40. A taxa média de juros das operações com recursos livres registrou nova queda em agosto, de 2,2 p.p., atingindo 52,7% a.a., reflexo do processo de redução da taxa Selic iniciado em junho. O resultado foi mais expressivo nas operações com pessoas físicas, com recuo de 3,4 p.p., para 74,5% a.a., principalmente nas modalidades cheque especial e crédito pessoal. Nas operações com pessoas jurídicas a taxa média atingiu 36,3% a.a., diminuindo 1,4 p.p. ante a do mês anterior. A inadimplência total da carteira de crédito com recursos livres das instituições financeiras recuou de 8,7% em julho para 8,6% em agosto, principalmente pela diminuição de 0,3 p.p. na inadimplência das pessoas físicas.

41. Em relação à inadimplência no comércio, houve nova melhora em agosto, sobretudo pelo aumento de 3,5% no número de registros cancelados, indicando a disposição para renegociação por parte de credores e devedores. No ano, até agosto, o número de registros cancelados cresceu 7,5%. As estatísticas da ACSP mostraram que a taxa de inadimplência atingiu 4% em agosto e 5,8% na média de 2003 até agosto, comparativamente à taxa média de 6,4% registrada no ano passado.

Ambiente externo

42. A recuperação econômica global dá sinais de estar efetivamente em curso, impulsionada pela reativação da economia norte-americana, ainda que persista elevado grau de incerteza quanto ao seu ritmo e ao seu alcance. A taxa de expansão do PIB norte-americano, no segundo trimestre de 2003, foi revista para 3,1% contra 2,4% na previsão anterior. As vendas no varejo cresceram 0,5% em agosto, comparativamente ao mês anterior. Os estoques declinaram 0,1% em julho, e a relação estoques/vendas ficou em 1,37 no sétimo mês após a marca de 1,39 de junho. O uso da capacidade instalada ficou praticamente inalterada em agosto,

em 74,6%. A taxa de desemprego reduziu-se para 6,1% em agosto, nível considerado elevado, e os pedidos de seguro-desemprego continuam na casa dos 400 mil por semana.

43. O *Federal Reserve* decidiu manter os juros básicos em 1%, sendo acompanhado pelos principais bancos centrais do mundo, que também mantiveram os juros oficiais em suas últimas reuniões.

44. Os resultados recentes sobre o Japão também despertam confiança na recuperação daquela economia. O PIB cresceu 3,9% no segundo trimestre, relativamente ao período anterior, em taxa anualizada. As condições são mais favoráveis nas exportações e há recuperação moderada nos investimentos das empresas, muito embora o consumo do setor privado continue fraco. O descompasso em relação aos sinais de crescimento nos Estados Unidos da América (EUA) e no Japão reside na estagnação européia. A retração anualizada de 0,4% do PIB da Área do Euro, no segundo trimestre, segue-se à variação nula do trimestre anterior. Tal situação reflete-se no mercado de trabalho, cuja taxa de desemprego ficou em 8,9% em julho, igual à do mês anterior e ambas no maior patamar em três anos e meio. Estima-se que 12,5 milhões de pessoas estavam sem emprego na Área do Euro em julho.

45. A retomada da atividade econômica norte-americana e japonesa e o fraco desempenho europeu vêm ocorrendo num ambiente de inflação baixa. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC) nos EUA subiu 0,3% em agosto. O núcleo do índice, que exclui os preços de energia e alimentos, cresceu 0,1% em agosto. Em doze meses, o IPC manteve-se praticamente estável, registrando alta de 2,2%. O índice de preços ao produtor dos Estados Unidos também registrou alta de 0,4% em agosto, enquanto o seu núcleo subiu 0,1%. No Japão, os preços domésticos continuam declinando, embora em ritmo mais lento em termos anuais. Na Área do Euro, o índice anual de preços ao produtor ficou inalterado em julho, com alta de 1,3% na comparação com igual mês de 2002, enquanto o Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (HICP) registrou aumento anual de 2,1% em agosto, acima da meta de 2% fixada pelo Banco Central Europeu (BCE).

46. Os indicadores de confiança empresarial, de forma geral, apontam perspectivas de aquecimento dos negócios nas principais áreas econômicas. O indicador para a atividade manufatureira norte-americana cresceu em agosto pelo segundo mês consecutivo, para 54,7 pontos, nível mais alto desde dezembro de 2002. O índice para o setor de serviços (*Business Activity Index - BAI*), manteve-se, em agosto, no mesmo patamar alcançado em julho, 65,1 pontos. No Japão, o índice Tankan vem apresentando trajetória ascendente em todos os seus segmentos, muito embora permaneça em território negativo. Na Europa, a confiança dos investidores alemães, medida pelo Instituto Zew, subiu em setembro para o maior patamar em quatorze meses, o que pode sinalizar retomada da economia. O índice que mede a expectativa para o crescimento econômico subiu para 60,9 em setembro ante os 52,5 de agosto. No âmbito dos consumidores, não há um comportamento uniforme. Nos Estados Unidos, apuração preliminar do índice de sentimento do consumidor da Universidade de Michigan apontou declínio para 88,2 pontos em setembro. Na Europa e no Japão há ligeira melhora no ânimo dos consumidores.

Setor externo

47. A balança comercial apresentou superávit de US\$2,7 bilhões em agosto, o maior saldo mensal do comércio exterior brasileiro já registrado. Com isso, registraram-se novos recordes com os resultados acumulados de US\$15,1 bilhões desde o início de 2003 e de US\$22,9 bilhões nos últimos doze meses. No ano, até agosto, as exportações cresceram 22,9% e as importações recuaram 4,1%, comparativamente ao mesmo período de 2002. Em agosto, a média diária das exportações cresceu 14,9% em relação ao mês anterior e 16,6% comparativamente aos valores registrados em agosto de 2002. As importações subiram 0,9% e decresceram 6,4%, respectivamente, em relação às mesmas bases de comparação. Em setembro, até a segunda semana (dez dias úteis), o saldo comercial totalizou US\$1,4 bilhão, com expansão de 13,7% nas exportações e de 10,6% nas importações, comparativamente às médias observadas em setembro de 2002.

48. Houve aumento nas exportações de todas as categorias de produtos, com recordes históricos para

agosto e para períodos de janeiro a agosto. Deve-se ressaltar que essa forte expansão foi influenciada por: maiores quantidades embarcadas, recuperação dos preços internacionais de *commodities* importantes, diversificação da pauta e de mercados, inserção de novas empresas, aumento de competitividade e desaceleração do nível de atividade econômica.

49. Conforme os valores médios diários, as vendas externas de produtos semimanufaturados cresceram 20,6%, comparadas a agosto de 2002, com destaque para açúcar em bruto e óleo de soja em bruto. As exportações de produtos básicos aumentaram 17,4%, no mesmo período de comparação, impulsionadas por vendas de carnes, soja em grão e farelo de soja. Os produtos manufaturados cresceram 14,7% no período observado, com destaque para polímeros de etileno, óleos combustíveis, veículos de carga, automóveis, pneumáticos, autopeças e móveis. Com relação aos mercados compradores, em agosto, as exportações se ampliaram para todas as regiões, com destaque para a continuidade do bom desempenho dos embarques para China e Argentina, que permaneceram como 2º e 3º maiores mercados compradores de produtos brasileiros, com crescimentos, respectivamente, de 69,1% e 82,9%, no mês, e de 136,7% e 84,5%, no período de janeiro a agosto de 2003, em comparação com os mesmos períodos de 2002.

50. Quanto às importações, a queda de 2,9% na média diária do período de janeiro a agosto de 2003, comparativamente ao mesmo período de 2002, deveu-se principalmente à redução de 21% nas importações de bens de capital e de 10% nas compras de bens de consumo. As importações de combustíveis e lubrificantes, devido ao aumento de preços e de quantidades, subiram 11,4% e as de produtos intermediários, 5% no mesmo período.

51. As transações correntes no Balanço de Pagamentos registraram superávit de US\$1,2 bilhão em agosto, ante US\$305 milhões em agosto de 2002. O déficit nas contas de serviços e rendas alcançou US\$1,7 bilhão e as transferências unilaterais foram superavitárias em US\$236 milhões. O resultado em transações correntes, acumulado no ano até agosto, atingiu US\$2,5 bilhões. A conta financeira registrou ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos

de US\$980 milhões em agosto, acumulando US\$5,7 bilhões em 2003. Ao final de agosto, as reservas internacionais situaram-se em US\$47,8 bilhões e as reservas líquidas ajustadas, em US\$15,4 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

52. Desde a decisão do Copom em agosto, a curva de juros apresentou queda significativa em toda a sua extensão. Além da redução da meta para a taxa Selic ter sido superior às expectativas do mercado, vários fatores contribuíram favoravelmente para esse movimento, como o avanço da votação das reformas previdenciária e tributária no Congresso, a apreciação da taxa de câmbio, a redução do risco-Brasil e a divulgação de indicadores apontando baixo nível de atividade econômica. Entre 20 de agosto e 16 de setembro, as taxas de juros futuros de um mês e de um ano apresentaram redução de 187 p.b. e de 183 p.b., respectivamente.

53. Os vencimentos de títulos e *swaps* cambiais ocorridos no período foram rolados por meio de operações de *swap* com prazo entre 4 e 58 meses (média de 21 meses). A taxa de rolagem desses vencimentos alcançou 50% do principal. As menores taxas contratadas nessas operações, em relação ao período anterior, deveram-se ao deslocamento para baixo da curva de cupom cambial, em razão da melhora no risco-país e das notícias de novas emissões externas por parte da República e de empresas brasileiras.

54. O Tesouro Nacional realizou quatro leilões de Letras do Tesouro Nacional (LTN), totalizando R\$10,7 bilhões. Acompanhando o movimento da curva de juros, as taxas de colocação apresentaram sensível redução. Houve ainda quatro leilões de Letras Financeiras do Tesouro (LFT), cujo volume financeiro alcançou R\$6,9 bilhões.

55. Foram ofertadas também Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), constituindo a segunda emissão desse título, tendo a primeira ocorrido em março de 2002. Tanto o vencimento de agosto de 2006 quanto o de maio de 2009 foram colocados à taxa de 10,79%. A emissão totalizou R\$2,4 bilhões, sendo R\$991 milhões liquidados em moeda corrente e o restante mediante troca por outros títulos.

56. As liquidações financeiras realizadas entre 21 de agosto e 17 de setembro produziram impacto monetário contracionista de R\$2,4 bilhões, explicado, principalmente, pelas colocações líquidas de R\$10,7 bilhões em LTN e de R\$3,2 bilhões em NTN-B e Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C), parcialmente compensadas por resgates líquidos de R\$7,8 bilhões em LFT e de R\$2,9 bilhões em títulos cambiais.

57. Nas suas intervenções no mercado aberto, o Banco Central realizou semanalmente operações

compromissadas com prazo de duas semanas e manteve as operações diárias de nivelamento da liquidez bancária. Em conjunto, essas operações retiraram do mercado de reservas bancárias o excesso de liquidez, cuja média foi de R\$55,6 bilhões no período.

58. Em agosto, a dívida pública mobiliária interna registrou aumento de 0,9%. A parcela prefixada elevou-se de 6,3%, em julho, para 7,4%, e a atrelada à variação cambial reduziu-se de 28,5% para 28,1%.

Notas da 89ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 21 e 22/10/2003

Local: Sala de reuniões do 8º andar (21/10) e do 20º andar (22/10) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 15h30 (21/10) e 16h (22/10)

Horário de término: 18h40 (21/10) e 19h (22/10)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Afonso Sant’Anna Bevilaqua
Antonio Gustavo Matos do Vale
Beny Parnes
Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo
João Antônio Fleury Teixeira
Luiz Augusto de Oliveira Candiota
Paulo Sérgio Cavalheiro
Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 21)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
José Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores
Paulo Springer de Freitas – Departamento de

Estudos e Pesquisas (também presente no dia 22)
Renato Jansson Rosek – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
Sérgio Goldenstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Demais participantes (presentes no dia 21)

Antônio Carlos Monteiro – Secretário-Executivo da Diretoria
Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria
João Batista do Nascimento Magalhães – Assessor Especial do Presidente
Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

Os membros do Copom analisaram 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.

Evolução recente da inflação

1. Os principais índices de preços mostraram taxas mais altas em setembro, refletindo pressões oriundas da reversão no comportamento dos preços dos alimentos, principalmente pelo efeito da entressafra, e dos reajustes de preços administrados por contrato e monitorados ao longo do mês.

2. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,78% em setembro, ante 0,34% no mês anterior, acumulando 8,05% no ano e 15,14% em doze meses. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) cresceu 1,05%, após alta de 0,62% em agosto, influenciado pelas elevações de 1,29% no Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) e de 0,76% no Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br).

3. Em relação ao IPCA, a alta de 1,44% nos preços administrados por contrato e monitorados contribuiu com 0,41 p.p. da variação mensal do índice, enquanto o aumento de 0,51% nos preços livres respondeu pelos 0,37 p.p. restantes. Dentre os preços monitorados, destacaram-se os reajustes das taxas de água e esgoto, das tarifas de telefone fixo e de energia elétrica e dos preços dos combustíveis. Quanto aos produtos com preços livres, o principal impacto decorreu da reversão do comportamento dos alimentos, com acréscimo de 0,78% em setembro ante queda de 0,27% em agosto. Tal reversão deveu-se aos efeitos da entressafra, que encareceu a carne bovina, com reflexos altistas também na carne de frango. Ressalte-se o aumento das exportações desses produtos ao longo do ano, fato que também tem concorrido para sustentar a elevação de preços. Deve-se destacar, ainda dentre os alimentos, a evolução dos preços dos itens *in natura* que se mantiveram praticamente estáveis no mês (-0,07%), após queda acumulada de 16,5% no trimestre junho–agosto.

4. No atacado, tanto os preços agrícolas como os industriais registraram maiores taxas em setembro. O IPA-agrícola variou 3,55%, ante 1,77% em agosto, refletindo o impacto das altas nos preços de carnes (bovina, suína e de aves) e do milho, pelo efeito da entressafra, e da soja, pela elevação do preço no mercado internacional. Os preços industriais subiram 0,40%, após alta de 0,29% em agosto, destacando-se os aumentos em produtos alimentares (principalmente, carnes e pescados e óleos e gorduras), máquinas agrícolas e produtos da extrativa mineral.

5. O núcleo de inflação para o IPCA, obtido pela exclusão dos itens de alimentação no domicílio e dos monitorados, variou 0,37% em setembro, repetindo, novamente, o resultado do mês anterior. A variação acumulada nos últimos doze meses atingiu 10,54%.

6. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado pelo método das médias aparadas, subiu 0,86% em setembro, ante 0,58% em agosto. A variação acumulada nos últimos doze meses atingiu 12,68%, ainda refletindo os efeitos da alta nos preços no final de 2002. A mesma medida, quando calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, alcançou 0,60% no mês e 11,51% em doze meses.

7. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), utilizando-se o método das médias aparadas simétricas, elevou-se 0,67% em setembro, acumulando alta de 12,43% nos últimos doze meses.

8. Em outubro, os índices de preços no atacado e ao consumidor devem registrar variações menores. No atacado, espera-se o arrefecimento na evolução dos preços agrícolas, tendência observada nos resultados das prévias do IGP-M, divulgadas pela FGV. Para o consumidor, a desaceleração dos preços decorrerá sobretudo dos menores reajustes dos itens administrados e monitorados. No segmento dos preços livres, tendem a persistir pressões sobre os preços da alimentação, decorrentes ainda do período de entressafra, além de aumentos de ordem sazonal sobre os preços dos artigos de vestuário.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a. houve revisão nas projeções de reajustes para gasolina em 2003. As novas projeções acumulam 1,3% em todo o ano, 0,9 p.p. menor que a previsão de setembro. Em relação ao gás de botijão, as projeções para reajuste em todo 2003 reduziram-se de 5,4% para 5,3%;

b. em relação às tarifas de energia elétrica residencial, a projeção de reajuste para 2003 elevou-se ligeiramente de 20,8% em setembro para 21,2% em outubro. Já as projeções para os reajustes das tarifas de telefonia fixa em 2003 reduziram-se 0,2 p.p., retornando ao valor de 25,5% projetado em julho e agosto.

c. para todos os itens administrados por contrato e monitorados, com peso total de 28,75% no IPCA de setembro, a projeção de inflação em 2003 reduziu-se em 0,1 p.p., para 13,9%, em consequência, principalmente, da redução das projeções dos reajustes da gasolina e do álcool;

d. para os reajustes do conjunto de itens administrados por contrato e monitorados em 2004, o Copom passou a trabalhar com projeções específicas para cada item, em substituição ao modelo de determinação endógena de preços administrados utilizado entre as reuniões de julho e setembro. O novo procedimento justifica-se porque, à medida que se aproxima 2004, torna-se possível obter informações mais precisas a respeito de reajustes de itens específicos para aquele ano, notadamente para os itens decididos em nível estadual e municipal. Tendo por base esse procedimento, a projeção de administrados em 2004 foi elevada em 0,6 p.p., atingindo 8,9% em outubro;

e. a projeção para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação do modelo VAR que utiliza as variáveis Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, encontra-se em -190 p.b. no quarto trimestre de 2003 e se eleva trimestre a trimestre até atingir 85 p.b. no final de 2004.

10. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do Produto Interno Bruto (PIB) neste e nos próximos dois anos. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

11. A partir das hipóteses do cenário básico, que incluem a manutenção da taxa de juros em 20,0% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$2,85), as projeções de inflação estão acima da meta ajustada de 8,5% para 2003 e abaixo da meta de 5,5% para 2004.

Implementação da política monetária

12. A inflação de setembro medida pelo IPCA atingiu 0,78%, 0,44 p.p. acima da inflação de agosto. A inflação maior em setembro foi observada em todos os componentes do IPCA, a saber, itens não comercializáveis, comercializáveis e administrados,

sobretudo nos dois últimos grupos. A inflação medida por outros índices de preço ao consumidor, como o IPC-Fipe, IPC-Br e INPC, também aumentou entre agosto e setembro, assim como a inflação medida pelos IGPs e IPAs. Neste último caso, destaca-se o aumento do IPA agrícola, que, por refletir mais intensamente o impacto da entressafra e da elevação do preço de *commodities*, passou de 1,8% em agosto para 3,6% em setembro.

13. A inflação medida pelos núcleos também subiu, com exceção do núcleo calculado pelo método de exclusão de preços administrados e alimentos no domicílio. A variação desse núcleo manteve-se estável em 0,37% pelo terceiro mês consecutivo. Por sua vez, entre agosto e setembro, a inflação medida pelos núcleos de médias aparadas aumentou de 0,58% para 0,86% no cálculo com suavização e de 0,35% para 0,60% no cálculo sem suavização, interrompendo uma tendência de queda que vinha sendo observada desde abril. Quando se encadeia o núcleo de médias aparadas com suavização do IPCA com o do núcleo correspondente do IPCA-15, observa-se uma elevação gradual desde agosto e, com o resultado do IPCA-15 de outubro, a série apresentou o quarto aumento quinzenal consecutivo. O comportamento da variação do núcleo do IPC-Br foi semelhante, com elevação em setembro, após quatro meses consecutivos de queda. Por fim, a proporção de itens do IPCA que registraram reajustes positivos também aumentou, de 56,4% para 63,5% entre agosto e setembro, superando os valores observados nos três meses anteriores.

14. O Copom mantém sua avaliação apresentada em Notas anteriores, de que o aumento da inflação em setembro correspondeu somente a um repique temporário, associado a problemas de entressafra, ao aumento do preço internacional de algumas *commodities*, como a soja, e a reajustes de preços administrados. Tendo em vista que os efeitos da entressafra ainda não se esgotaram, pode haver pressão sobre a inflação no curto prazo. Entretanto, o Copom continuará atuando de forma que os ganhos obtidos no combate à inflação até o momento sejam permanentes e, para tanto, acompanhará nos próximos meses a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, discriminando entre reajustes pontuais e reajustes persistentes ou generalizados de preços.

15. Os indicadores referentes ao nível de atividade divulgados desde a reunião do Copom de setembro confirmam o cenário de recuperação da economia com que o Copom vinha trabalhando nos últimos meses. Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a produção industrial aumentou 1,5% entre julho e agosto, em termos dessazonalizados. Esse aumento foi mais abrangente, com maior número de segmentos industriais registrando reversão da tendência de produção decrescente que predominou no primeiro semestre do ano. Outros indicadores apontam para a recuperação da produção, como as vendas industriais que aumentaram 5% entre julho e agosto segundo a CNI, e a carga própria de energia elétrica em São Paulo, cujo aumento foi de 0,8% no mesmo período e de 1,6% em setembro. O índice de confiança do empresário industrial, divulgado trimestralmente pela FGV, também aumentou em outubro, comparativamente a julho, e encontra-se em 56, acima do valor de referência de 50, o que indica perspectivas de melhora.

16. O quadro de retomada na produção industrial deverá se consolidar nos próximos meses em função das perspectivas favoráveis para a recuperação das vendas reais do comércio. Dentre os fatores que justificam esse prognóstico, destacam-se a queda da inadimplência, a recuperação da massa salarial real e a tendência ao aumento do crédito para empresas e consumidores – este último reforçado pela introdução de mecanismos de desconto em folha de salários que deverão resultar não só em aumento da oferta de crédito bem como na redução das taxas cobradas. Embora ainda se encontre em níveis inferiores aos verificados no fim de 2002, a massa salarial real na indústria de transformação vem se recuperando progressivamente há vários meses. Com a perspectiva de estabilização da inflação em níveis compatíveis com a trajetória das metas, os rendimentos reais tendem a se elevar. Além disso, apesar da manutenção da taxa de desemprego em torno de 13% em função do aumento continuado da População Economicamente Ativa (PEA), o nível de ocupação tem crescido nos últimos meses. A recuperação mais lenta do consumo, comparativamente à produção, reforça a percepção de que a retomada da atividade continuará a ocorrer de forma balanceada, sobretudo em um contexto de baixa utilização de capacidade instalada.

17. As contas externas continuam mantendo o desempenho favorável verificado ao longo do ano. Em setembro, o saldo da balança comercial foi superavitário em US\$2,7 bilhões, valor muito próximo do recorde registrado em agosto. O saldo acumulado no ano até setembro é de US\$17,8 bilhões, mais que o dobro daquele verificado em igual período de 2002, e deve-se mais ao aumento das exportações, de 21,3% em comparação com o mesmo período do ano anterior, do que à queda das importações, de 1,8%. Registre-se ainda que o crescimento das exportações no período deveu-se majoritariamente a um aumento do *quantum*, embora tenha sido beneficiado também por uma melhora dos termos de troca e pela depreciação do dólar norte-americano frente às principais moedas. Por fim, o crescimento das exportações deveu-se ainda a uma diversificação dos mercados, com destaque para o mercado chinês, e à recuperação de mercados tradicionais, como o da Argentina. Em consequência do maior saldo da balança comercial, a conta de transações correntes acumula superávit no ano.

18. Desde a reunião de setembro do Copom, houve queda da volatilidade da taxa de câmbio e o real se apreciou moderadamente, com a cotação do dólar norte-americano passando de patamares próximos a R\$2,90 para valores próximos a R\$2,85. Nesse período, o risco país medido pelo *Emerging Market Bond Index Plus (Embi+)* do J.P. Morgan Chase caiu de cerca de 650 p.b. para 607 p.b. na véspera da reunião de outubro. Além disso, a República captou US\$1,5 bilhão em bônus, pagando taxas mais baixas do que aquelas verificadas em emissões anteriores. Tendo em vista o cenário prevalecente, mesmo que se observe algum retrocesso no que diz respeito à velocidade de retomada das economias industrializadas ou alguma deterioração nas condições de liquidez internacional ou no apetite por risco, o Copom avalia que o cenário externo nos próximos meses permanecerá significativamente mais favorável para a economia brasileira do que o observado em anos recentes.

19. A redução do risco atribuído à economia brasileira, a estabilidade cambial e o bom desempenho das contas externas são consequências da consistência da política macroeconômica e da conjuntura internacional favorável, caracterizada por uma perspectiva de crescimento econômico dos Estados Unidos e da Ásia e pelo aumento da liquidez. O progresso continuado

nas reformas estruturais, que aumentará a flexibilidade da economia e melhorará a composição do gastos e das receitas públicas, trará benefícios no médio prazo à execução da política monetária, ajudará a reduzir ainda mais os prêmios de risco e fará com que a capacidade de reação da economia brasileira a choques continue evoluindo favoravelmente.

20. Após relativa estabilidade entre agosto e setembro, a mediana das expectativas de inflação para o próximo ano coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) voltou a cair em outubro. Para os próximos doze meses, a mediana das expectativas reduziu-se de 6,50% para 6,25%, valor estipulado pela trajetória das metas para a inflação acumulada nos doze meses que se encerram em setembro de 2004. Para 2004, a mediana das expectativas caiu de 6,2% para 6,0%. Esses resultados mostram que a política monetária tem sido capaz de coordenar as expectativas de inflação de modo que elas convirjam para a trajetória das metas e sugerem que os agentes econômicos interpretaram o aumento de inflação ocorrido em setembro como um episódio isolado. Houve deterioração somente para a inflação esperada para 2003, que passou de 9,6% para 9,8%, refletindo o fato de se ter observado em setembro uma inflação maior do que a antecipada.

21. As projeções de inflação do Banco Central, supondo manutenção da taxa Selic em 20% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,85, continuam apontando para uma inflação acima da meta ajustada de 8,5% em 2003. Com essas mesmas hipóteses de taxa de câmbio e juros, as projeções do Banco Central para os próximos doze meses, a partir de outubro, e para o ano de 2004 estão abaixo da meta. Em comparação com setembro, as projeções se elevaram levemente, principalmente pelo impacto do maior reajuste de preços administrados previsto para o próximo ano. Mesmo com a elevação das projeções de inflação, a trajetória projetada para os próximos meses encontra-se abaixo daquela apresentada na Carta Aberta enviada pelo Presidente do Banco Central do Brasil ao Ministro da Fazenda em 21.1.2003.

22. Nas Notas da reunião de setembro, o Copom mencionou os reajustes resultantes de importantes dissídios coletivos entre os riscos envolvidos nas

projeções para a trajetória futura de inflação. As negociações ocorridas desde então, bem como as perspectivas para os próximos dissídios, sugerem que a recomposição salarial vem se dando em níveis inferiores à inflação acumulada nos doze meses anteriores, embora acima da inflação projetada para os doze meses seguintes. Dessa forma, vem se consolidando a perspectiva de aumentos moderados dos rendimentos reais, compatíveis com a retomada da atividade econômica, sem a reinstauração de práticas generalizadas de indexação.

23. O Copom baseia suas projeções de inflação em modelos que, por sua própria natureza, embutem incertezas quanto à magnitude e à defasagem dos mecanismos de transmissão da política monetária. Cabe lembrar que os principais impactos sobre a atividade econômica das reduções na taxa de juros básica ocorridas no terceiro trimestre deste ano ainda estão começando a se materializar. A retomada da atividade que vem sendo observada desde o terceiro trimestre deve-se, sobretudo, à melhoria das condições de risco da economia brasileira e aos efeitos da política monetária sobre a estrutura a termo dos juros de mercado em trimestres anteriores. Por esse motivo, o Copom seguirá acompanhando atentamente o processo de recuperação da atividade econômica, para que ele continue a ocorrer de forma balanceada, sem a geração de pressões inflacionárias. Esse monitoramento é importante em função da variação ocorrida nas taxas de juros reais ao longo dos últimos meses. Entretanto, com a consolidação progressiva das perspectivas favoráveis observadas recentemente para a inflação no médio prazo, o Copom avalia que deverá continuar havendo espaço para quedas adicionais da taxa Selic no futuro.

24. Tendo em vista que as projeções de inflação para os próximos doze meses e para 2004 permanecem abaixo da meta, que as expectativas de inflação continuam convergindo para a trajetória das metas e que o cenário externo favorável vem contribuindo para a estabilidade de preços, o Copom decidiu reduzir a meta para a taxa Selic para 19,0% a.a., dando continuidade ao processo de flexibilização da política monetária.

25. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 18 de novembro de 2003 para

as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo comunicado 10.187, de 2.10.2002.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Atividade econômica

26. A atividade do comércio varejista mostra melhor desempenho nos últimos meses, apesar de seguir apresentando queda em relação ao ano passado. Dados da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), ajustados sazonalmente, mostram crescimento de 1,3% nas vendas físicas entre julho e setembro, em relação ao trimestre imediatamente anterior. Em setembro, considerando dados ainda preliminares, as vendas físicas mostraram relativa estabilidade (variação de -0,3%), após o forte incremento de 4,8% observado em agosto.

27. Pesquisa mais abrangente realizada pelo IBGE – Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) – tem mostrado recuperação moderada das vendas do comércio nos últimos meses. Considerando dados ajustados sazonalmente¹, observou-se crescimento médio de 2,2% no período de três meses encerrado em agosto, em relação aos três meses imediatamente anteriores. Esse desempenho merece ser destacado, sobretudo se considerada a tendência decrescente das vendas delineada no segundo semestre de 2002 e início de 2003, que determinou patamares diferentes para o nível de atividade varejista entre o ano passado e este ano. Tal comportamento tem resultado em variações negativas elevadas quando comparados os dois períodos (-5,9% em agosto sobre agosto de 2002 e -5,5% no período de janeiro a agosto de 2003, em relação a igual período do ano passado).

28. Indicadores da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) também evidenciam a tendência de recuperação do comércio nos últimos meses. As consultas ao cadastro para compras a crédito e com cheques registraram acréscimos de 9,1% e 1,9%, respectivamente, na primeira quinzena de outubro, comparativamente às observadas no mesmo período de 2002.

29. A pesquisa mensal da Fecomercio SP sobre a confiança do consumidor registrou em outubro queda

de 2,6% no Índice de Intenções do Consumidor (IIC), que atingiu 99,5, em escala que vai de 0 a 200. Esse resultado decorreu principalmente do novo recuo, de 4%, no índice de intenções futuras, enquanto o índice das intenções atuais acusou alta de 0,2%.

30. Em relação aos indicadores de investimentos, em agosto registrou-se acréscimo mensal de 1,5% na série dessazonalizada da produção de bens de capital. Entretanto, no ano até agosto, a produção de bens de capital recuou 2,6% em relação àquela observada no mesmo período de 2002. Destaque-se, adicionalmente, que a parcela da produção de bens de capital voltada para as exportações aumentou 5,4% e que o *quantum* importado de bens de capital recuou 34,7%, levando à estimativa de recuo de 15% na absorção doméstica de bens de capital em 2003, até agosto, comparativamente ao observado no mesmo período de 2002. A produção de insumos da construção civil caiu 1,3% em agosto, ante a de julho, na série dessazonalizada, e acumulou retração de 8% no ano, até agosto. Outro indicador da conjuntura desfavorável aos investimentos no mesmo período é o declínio de 31%, no volume acumulado no ano, de financiamentos para investimentos de médio e longo prazos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

31. No segmento industrial, o nível de atividade mostra sinais inequívocos de recuperação. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, a produção da indústria brasileira cresceu 1,5% em agosto, após a alta de 0,9% registrada em julho, na série dessazonalizada. Por categorias de uso, o desempenho favorável no mês atingiu a produção de bens de consumo duráveis, de capital e intermediários, com acréscimos respectivos de 5,2%, 1,5% e 1,2%. Apenas a produção de bens de consumo semi e não-duráveis registrou queda, de 0,8%. Ressalte-se que parte crescente dos segmentos industriais mostra sinais de reversão da tendência de produção decrescente que predominou no primeiro semestre do ano. No acumulado do ano até agosto, comparativamente ao mesmo período de 2002, a produção industrial recuou 0,5%, refletindo o desempenho da indústria de transformação (-0,8%), enquanto a produção extrativa mineral cresceu 2%.

32. As estatísticas divulgadas pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) sobre o desempenho da

atividade da indústria de transformação em agosto também apontaram recuperação, sendo que as vendas reais registraram crescimento de 5%, na série dessazonalizada. As horas trabalhadas na produção recuaram 0,14% no mês, também na série dessazonalizada. No acumulado do ano, até agosto, esses dois indicadores registraram variações negativas de 0,38% e 0,07%, respectivamente.

33. Quanto às perspectivas empresariais, pesquisa trimestral realizada pela CNI mostrou que o índice de confiança do empresário industrial atingiu 55,7 em outubro, ante 51,9 em julho, em escala que varia de 0 a 100, com melhora na avaliação das condições atuais e das expectativas para os próximos seis meses.

34. Ainda segundo a CNI, o indicador de estoques de produtos finais recuou para 51,4 pontos no terceiro trimestre, ante 54,2 pontos no trimestre anterior, sendo maior nas grandes empresas, 53,1, e de 50,5 nas pequenas e médias empresas. Para matérias-primas, o indicador de estoques passou de 47,4 para 48,2 entre o segundo e o terceiro trimestres. Valores acima de 50 significam estoques acima do planejado. No âmbito do comércio varejista, pesquisa da Fecomercio SP, realizada no final de setembro, apontou que apenas cerca de 12% das empresas estavam com estoques acima do desejado.

35. No segmento automobilístico, em setembro, a produção, as vendas internas e as vendas externas de veículos aumentaram 8,9%, 11,3% e 21,1%, respectivamente, considerando dados dessazonalizados. No ano, até setembro, ante o mesmo período de 2002, a produção aumentou 2,3%, principalmente pela expansão de 37,2% nas vendas externas, pois as vendas internas recuaram 7,3%.

Mercado de trabalho

36. O índice de emprego formal cresceu 0,5% em setembro, ante o de agosto, na série dessazonalizada, e 3% na média dos nove primeiros meses do ano em relação a igual período de 2002, de acordo com informações do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Segundo a Pesquisa Mensal do Emprego (PME), a taxa de desocupação medida pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país atingiu 12,9% em setembro, ante 13% em agosto. Destaque-

se que essa redução decorreu do crescimento de 1,2% no número de trabalhadores ocupados. No mês, a população economicamente ativa também cresceu, 1,1%. Embora a taxa de desemprego registre crescimento em relação a setembro de 2002, quando registrou 11,5%, houve crescimento de 4,3% no número de ocupados no período. Comparações com bases anteriores a 2002 não são possíveis, haja vista mudanças de ordem metodológica implementadas na pesquisa a partir daquele ano.

37. Ainda segundo a PME, o rendimento real médio recebido pelas pessoas ocupadas em agosto de 2003 situou-se 1,6% abaixo do verificado no mês anterior, e 14,2% abaixo daquele percebido no mesmo mês de 2002. No setor industrial, conforme estatísticas da CNI, em agosto deste ano a massa salarial real recuperou-se pelo quinto mês consecutivo, mas ainda permaneceu 3,9% abaixo da observada no mesmo mês de 2002. No ano, até agosto, a massa salarial real na indústria de transformação registrou recuo de 6,1% ante a média do mesmo período do ano anterior.

Crédito e inadimplência

38. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro cresceu 1,2% em setembro, refletindo acréscimo de 1% nas operações com recursos livres e de 1,9% naquelas com recursos direcionados. Entre as primeiras, observou-se expansão de 1,7% no saldo das carteiras destinadas a pessoas físicas, principalmente nas operações de financiamento de veículos e crédito pessoal, resultante das condições mais favoráveis de crédito nos últimos meses, em especial pela queda das taxas de juros. As operações com pessoas jurídicas expandiram-se 0,6%, com um crescimento de 2,2% nas operações vinculadas à moeda nacional, frente ao recuo de 2,1% no saldo dos empréstimos vinculados a recursos externos, evidenciando crescimento sazonal da demanda por crédito por parte das empresas. Quanto aos créditos direcionados, destaque-se o acréscimo mensal de 4,8% nas operações de crédito rural, fruto do aumento da demanda por crédito para custeio, destinado à aquisição de insumos agrícolas.

39. A taxa média de juros das operações com recursos livres registrou nova queda em setembro, de 2,9 p.p., atingindo 49,8% a.a., reflexo do processo

de redução da taxa Selic e da diminuição do recolhimento compulsório. O resultado foi mais expressivo nas operações com pessoas físicas, com recuo de 3,8 p.p., para 70,7% a.a., devido principalmente às modalidades cheque especial e crédito pessoal. Nas operações com pessoas jurídicas, a taxa média atingiu 34% a.a., diminuindo 2,3 p.p. ante à do mês anterior. Em setembro, a inadimplência total da carteira de crédito com recursos livres das instituições financeiras situou-se em 8,7%, ante 8,5% em agosto, com incremento de 0,3 p.p. na inadimplência das pessoas jurídicas e diminuição de 0,1 p.p. na das pessoas físicas.

40. Em relação à inadimplência no comércio, houve nova melhora em setembro, sobretudo pela redução de 0,7% no número de novos registros de carnês em atraso. O número de cancelamento de registros cresceu 0,1% no mês e acumulou alta de 8,1% no ano, até setembro, indicando a disposição para renegociação por parte de credores e devedores. As estatísticas da ACSP mostraram que a taxa de inadimplência permaneceu em 4% em setembro e em 5,6% na média de 2003 até setembro, comparativamente à taxa média de 6,4% registrada no ano passado.

Setor externo

41. A balança comercial apresentou superávit de US\$2,7 bilhões em setembro, totalizando US\$17,8 bilhões no período de janeiro a setembro de 2003 e US\$23,1 bilhões em doze meses, estabelecendo assim novos recordes. Considerando-se os valores médios diários, as exportações cresceram 7% em setembro e 22% no acumulado do ano, comparativamente aos valores registrados nos mesmos períodos de 2002. As importações aumentaram 10% em setembro, mas diminuíram 1,4% no acumulado do ano, também na comparação com as médias dos mesmos períodos do ano passado. Em outubro, até a terceira semana (treze dias úteis), o saldo comercial totalizou US\$1,6 bilhão, registrando-se expansão de 20,9% nas exportações e de 15,8% nas importações, comparativamente às médias observadas em outubro de 2002.

42. Em setembro, as vendas externas totalizaram US\$7,3 bilhões, registrando recorde histórico. Esse resultado foi influenciado pela expansão das exportações de produtos manufaturados, cujo valor

de US\$3,8 bilhões também se constituiu em recorde histórico mensal. As vendas de produtos básicos, de US\$2,3 bilhões, e as de produtos semimanufaturados, de US\$1 bilhão, constituíram-se no segundo maior valor mensal no histórico de cada grupo. Destaque-se o crescimento expressivo nas três categorias, tanto nas exportações de bens tradicionais como na lista daqueles com menor participação, indicando a continuidade do processo de diversificação da pauta brasileira. Com relação aos mercados compradores, em setembro as exportações se ampliaram para todas as regiões, exceto para a Ásia. As vendas para o Oriente Médio mostraram-se estáveis e a queda observada nos embarques para a Ásia foi atribuída, em grande parte, à base de comparação elevada, uma vez que em setembro de 2002 houve regularização de registros de embarques de meses anteriores. As exportações para o Mercosul continuaram aumentando em setembro, principalmente pela recuperação das vendas para a Argentina, que cresceram 112,7%, atingindo US\$479 milhões. Os Estados Unidos permaneceram como principal país comprador de produtos brasileiros em 2003, com participação de 24% no total exportado pelo Brasil no período de janeiro a setembro.

43. Quanto às importações, o aumento de 10% na média diária em setembro, comparativamente ao mesmo mês de 2002, decorreu do crescimento das aquisições de produtos de todas as categorias de uso, com destaque para as matérias-primas e bens intermediários, com aumento de 16,8%. No acumulado até setembro, o recuo de 1,4% pela média diária foi influenciado, sobretudo, pela queda de 18,9% na média das importações de bens de capital.

44. As transações correntes do balanço de pagamentos registraram superávit de US\$1,3 bilhão em setembro, ante US\$1,2 bilhão em setembro de 2002. O déficit nas contas de serviços e rendas alcançou US\$1,6 bilhão e as transferências unilaterais foram superavitárias em US\$225 milhões. O resultado em transações correntes, acumulado no ano até setembro, atingiu US\$3,9 bilhões. A conta financeira do balanço de pagamentos registrou ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos de US\$739 milhões em setembro, acumulando US\$6,5 bilhões em 2003. Ao final de setembro, as reservas

internacionais situaram-se em US\$52,7 bilhões e as reservas líquidas ajustadas, em US\$16,2 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

45. No período compreendido entre as reuniões do Copom de setembro e outubro, as taxas de juros futuros mantiveram a trajetória de queda. Os principais fatores que influenciaram favoravelmente foram a divulgação de alguns índices de inflação abaixo das expectativas do mercado, as projeções apresentadas no “Relatório de Inflação” do Banco Central e a melhora do risco país. Entre 17 de setembro e 21 de outubro, as taxas de juros de um mês e de um ano apresentaram reduções de 0,98 p.p. e 0,92 p.p., respectivamente.

46. Em razão da significativa redução da demanda por instrumentos cambiais, a taxa média de rolagem dos títulos e *swaps* cambiais no período foi de 7,1% do principal vincendo: 13% para o vencimento de 1º de outubro; zero para o vencimento do dia 15 e 3,2% para o vencimento de 3 de novembro próximo. Com isso, o resgate líquido de instrumentos cambiais acumulado no ano atingiu US\$14,8 bilhões.

47. O Tesouro Nacional realizou cinco leilões de Letras do Tesouro Nacional (LTN), totalizando R\$13,5 bilhões. Em função da significativa demanda pelos títulos e do movimento de queda da curva de juros, as taxas de colocação voltaram a apresentar redução. Houve, ainda, cinco leilões de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) com vencimento em 2007, cujo volume financeiro alcançou R\$3,6 bilhões, sendo que o deságio desses títulos atingiu o menor nível do ano. Dando seqüência a colocação

das Notas do Tesouro Nacional, série B (NTN-B), o Tesouro Nacional realizou em outubro dois leilões, sendo ofertados títulos com vencimentos em 2006, 2009, 2015 e 2024. Destaque-se que as taxas apuradas para os dois primeiros vencimentos recuaram de 10,79% em setembro para 9,98% em outubro. O total da emissão atingiu R\$1,8 bilhão, sendo R\$946 milhões liquidados em moeda corrente e o restante mediante troca por outros títulos.

48. As liquidações financeiras realizadas entre 18 de setembro e 22 de outubro acarretaram impacto monetário contracionista de R\$2,9 bilhões, em razão, principalmente, das colocações líquidas de R\$7,5 bilhões em LTN e de R\$2,1 bilhões em NTN-B e NTN-C, parcialmente compensadas por resgates líquidos de R\$3,3 bilhões em LFT e de R\$2,2 bilhões em títulos cambiais.

49. Nas suas intervenções no mercado aberto, o Banco Central realizou semanalmente operações compromissadas com prazo de duas semanas e manteve as operações diárias de nivelamento da liquidez bancária. Essas operações, em conjunto, retiraram do mercado de reservas bancárias o excesso de liquidez, cuja média foi de R\$56,7 bilhões no período.

50. Em setembro, a dívida pública mobiliária interna registrou aumento de 1,7%. A parcela prefixada elevou-se de 7,4% em agosto para 9,0%, mantendo sua trajetória crescente ao longo de 2003. Já a parcela vinculada à variação cambial reduziu-se de 28,1% para 26,5%, a menor participação no ano.

Notas: O ajuste sazonal deve ser considerado com cautela, haja vista que o número de observações disponíveis (44) não é, ainda, o ideal para o procedimento.

Notas da 90ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 18 e 19/11/2003

Local: Sala de reuniões do 8º andar (18/11) e do 20º andar (19/11) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 15h30 (18/11) e 15h30 (19/11)

Horário de término: 18h00 (18/11) e 19h (19/11)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Afonso Sant’Anna Bevilacqua

Alexandre Schwartzman

Antonio Gustavo Matos do Vale

Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo

João Antônio Fleury Teixeira

Luiz Augusto de Oliveira Candiota

Paulo Sérgio Cavalheiro

Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento

(todos presentes no dia 18)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

José Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 19)

Sérgio Goldenstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Demais participantes (presentes no dia 18)

Antônio Carlos Monteiro – Secretário-Executivo da Diretoria

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria

Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria

João Batista do Nascimento Magalhães – Assessor Especial do Presidente

Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa

Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

Os membros do Copom analisaram 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.

Evolução recente da inflação

1. Os principais índices de preços mostraram queda da inflação em outubro, confirmando a avaliação de que a alta apresentada em setembro era temporária. Além disso, os resultados dos índices em outubro revelaram que as maiores contribuições para a inflação no mês foram localizadas, ratificando a tendência de queda para as diversas medidas de núcleos dos índices ao consumidor.

2. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,29% em outubro, ante 0,78% no mês anterior, acumulando 8,37% no ano e 13,98% em doze meses. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) cresceu 0,44%, após alta de 1,05% em setembro, influenciado pelas elevações de 0,5% do Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) e de 0,21% do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br). As variações do IGP-DI e do IPA-DI, acumuladas em doze meses, recuaram pelo sétimo mês consecutivo em outubro, atingindo 15,78% e 16,36%, respectivamente.

3. Em relação ao IPCA, o aumento de 0,38% nos preços livres contribuiu com 0,27 p.p. da variação mensal do índice, enquanto a elevação de 0,07% nos preços monitorados respondeu por 0,02 p.p. No primeiro grupo, as elevações foram concentradas em determinados itens, sendo que o preço do frango, com acréscimo de 11,4% no mês, contribuiu, isoladamente, com 0,1 p.p. do aumento mensal do IPCA. A maior parte dos preços da alimentação, entretanto, mostraram desaceleração em outubro, tendo, em conjunto, registrado variação de 0,45%, ante 0,78% em setembro.

4. Entre os preços monitorados, observou-se elevação de 1% das tarifas de energia elétrica, devido ao aumento na parcela correspondente ao encargo de capacidade emergencial, além de parte do reajuste contratual nas tarifas de Goiânia. Por outro lado, destacaram-se também as quedas nos preços dos combustíveis e das passagens aéreas, fato que determinou a estabilidade dos preços monitorados no mês, após altas mais expressivas observadas de julho a setembro.

5. No segmento atacadista, tanto os preços agrícolas quanto os industriais registraram menores variações em outubro, comparativamente ao mês anterior. O IPA-agrícola cresceu 1,3%, ante aumento de 3,55% em setembro, refletindo ainda a elevação no preço internacional da soja, e a pressão nos preços das carnes, embora em menor magnitude que no mês anterior. Os preços industriais aumentaram 0,18% no mês, após alta de 0,4% em setembro. Destacaram-se os aumentos dos produtos da atividade extrativa mineral, matérias plásticas e, dentre os alimentares, o do açúcar. Contribuíram para a desaceleração nos preços industriais as quedas nos preços de combustíveis, fertilizantes, produtos farmacêuticos, e de ferro, aço e derivados.

6. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados, variou 0,37% pelo quarto mês consecutivo em outubro, acumulando 10,14% nos últimos doze meses.

7. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado pelo método das médias aparadas, cresceu 0,77% em outubro, ante 0,86% em setembro. A variação acumulada nos últimos doze meses atingiu 12,67%, ainda refletindo os efeitos da alta nos preços no final de 2002. A mesma medida, quando calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, alcançou 0,29% no mês e 10,87% em doze meses.

8. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pelo método das médias aparadas simétricas, elevou-se 0,5% em outubro, acumulando alta de 11,91% nos últimos doze meses.

9. Em novembro, os índices de preços no atacado e ao consumidor deverão registrar variações

próximas às observadas em outubro. No atacado, espera-se elevação nos preços de legumes, frutas, soja, fertilizantes e bens da indústria mecânica; e queda nos preços de ovos, feijão, milho e açúcar, conforme tendências detectadas nas coletas parciais realizadas pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). A relativa estabilidade esperada na variação do IPCA decorrerá da continuidade do movimento de desaceleração dos preços livres, em particular dos produtos alimentares, que deverá contrapor-se à alta dos preços monitorados. A perspectiva de elevação da taxa desse grupo advém dos reajustes de loterias, ônibus urbano no Rio de Janeiro e energia elétrica nas áreas de concessão da Light e da Companhia Estadual de Energia Elétrica (CEEE), cujos impactos tendem a superar as quedas que vêm sendo observadas nos preços dos combustíveis.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

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

a. houve redução de 0,5 p.p. nas projeções de reajustes para gasolina em 2003. As novas projeções acumulam crescimento de 0,8% em todo o ano. Em relação ao gás de botijão, as projeções também foram reduzidas e, para todo 2003, espera-se reajuste total de 4,6%;

b. em relação às tarifas de energia elétrica residencial, a projeção de reajuste para 2003 elevou-se ligeiramente desde a última reunião do Copom (de 21,2%, em outubro, para 21,7%, em novembro). As projeções para os reajustes das tarifas de telefonia fixa em 2003 reduziram-se significativamente em novembro, passando de 25,5% para 19,1%, valor que corresponde ao reajuste acumulado no ano até outubro. Dessa forma, as projeções para 2003 supõem que não haverá nova decisão judicial até o final do ano, autorizando as empresas de telefonia fixa a reajustarem suas tarifas com base nos 25% autorizados pela Anatel no primeiro semestre;

c. para todos os itens administrados por contrato e monitorados, com peso total de 28,9% no IPCA de

outubro, a projeção de inflação em 2003 reduziu-se em 0,6 p.p., atingindo 13,3%, em consequência, principalmente, da redução das projeções dos reajustes da gasolina e do gás de bужão, apesar da depreciação cambial observada no último mês;

d. a projeção dos reajustes do conjunto de itens administrados por contrato e monitorados para 2004, baseada em projeções específicas para cada um dos itens, reduziu-se 0,4 p.p., atingindo 8,5% em novembro. Essa redução deveu-se, principalmente, à diminuição dos reajustes previstos para o transporte público em 2004;

e. a projeção para o *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação do modelo VAR que utiliza as variáveis Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, encontra-se em -130 p.b. no quarto trimestre de 2003 e se eleva ligeiramente durante 2004 até atingir 70 p.b. no último trimestre de 2004.

11. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do Produto Interno Bruto (PIB) neste e nos próximos dois anos. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

12. A partir das hipóteses do cenário básico, que incluem a manutenção da taxa de juros em 19,0% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$2,95), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima da meta ajustada de 8,5% para 2003 e abaixo da meta de 5,5% para 2004.

Implementação da política monetária

13. A queda da inflação em outubro, captada pelos principais índices de preços, ratifica a avaliação do Copom expressa nas Notas da reunião do mês anterior, de que o aumento da inflação ocorrido em setembro seria pontual e temporário. No caso do IPCA, a inflação de outubro, de 0,29%, foi quase 0,5 p.p. abaixo daquela registrada em setembro. Essa redução foi generalizada, tendo sido verificada nos preços administrados e nos dois componentes dos preços livres, os itens comercializáveis e os itens não

comercializáveis. Outros índices de preços ao consumidor, como o IPC-Fipe e o IPC-Br, também mostraram menor inflação em outubro. Os resultados preliminares referentes a novembro, como o do IPCA-15 e dos índices quadrissemanais do IPC-Fipe e Índice de Preços ao Consumidor – Semanal (IPC-S), sugerem que, para esse mês, a inflação tende a cair ou a se estabilizar em patamares próximos aos valores registrados em outubro. O comportamento dos índices gerais e no atacado foi semelhante ao dos índices ao consumidor. Merece destaque o IPA- produtos agrícolas, cuja inflação atingiu 1,30%, o que representa um recuo de 2,3 p.p. em relação a setembro e mostra o abrandamento dos impactos da entressafra sobre a inflação. Restando somente os resultados de novembro e dezembro, torna-se cada vez mais provável a materialização de uma inflação de apenas um dígito para o IPCA em 2003, o que já vem sendo antecipado pelos agentes econômicos desde agosto deste ano, segundo pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin).

14. O comportamento dos núcleos de inflação foi semelhante ao dos índices cheios. A inflação medida pelos núcleos do IPCA e do IPC-Br, calculados pelo método de médias aparadas com suavização, caiu. Para o núcleo sem suavização, calculado somente para o IPCA, observou-se também menor inflação em outubro. A inflação do IPCA medida pelo núcleo de exclusão de alimentos no domicílio e preços administrados por contrato e monitorados manteve-se estável em 0,37% pelo quarto mês consecutivo. Houve também recuo na proporção de itens que tiveram reajuste positivo, de 63,5% em setembro para 61,1% em outubro, valor abaixo da média de 63,5% observada desde a introdução do regime de câmbio flutuante.

15. Os indicadores referentes ao nível de atividade divulgados desde a reunião de outubro confirmam o cenário de recuperação econômica a partir do terceiro trimestre do ano, com o qual o Copom vem trabalhando nos últimos meses. Segundo a série dessazonalizada do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a produção industrial continua em recuperação, com crescimento acumulado de 7,0% a partir de junho. Com o aumento de 4,3% verificado em setembro, beneficiado parcialmente

pelo fato de o feriado de 7 de setembro ter ocorrido em um domingo, o nível do produto industrial voltou a superar o valor observado no mesmo mês de 2002, o que não ocorria desde maio. Dando continuidade à tendência que já havia sido delineada em agosto, o aumento da produção industrial de setembro foi mais generalizado, com a expansão do produto atingindo 17 dos 20 ramos pesquisados e todas as categorias de uso. A recuperação da atividade industrial evidenciada pelos dados do IBGE é corroborada pelos indicadores dessazonalizados divulgados pela CNI, que mostram aumento das horas trabalhadas e da utilização da capacidade instalada entre agosto e setembro. O Copom avalia que, ainda que seja natural haver uma desaceleração no ritmo de recuperação em relação aos valores elevados observados em setembro, a expansão da atividade econômica deverá ter seguimento nos próximos meses.

16. Começa-se a delinear de forma mais clara o quadro de recuperação do consumo, cuja recuperação tem sido mais lenta do que a verificada na produção. Segundo o IBGE, a comparação em relação ao mesmo mês do ano anterior mostra que o volume de vendas reais do comércio ainda encontra-se abaixo do nível verificado em 2002, embora as quedas observadas venham se reduzindo progressivamente, tendo diminuído de 5,9% em agosto para 2,7% em setembro. A série dessazonalizada pelo Banco Central mostra que as vendas reais cresceram 0,8% em setembro, comparativamente ao mês anterior. Em relação a junho, os dados dessazonalizados, que devem ser interpretados com cautela em função do tamanho reduzido da série, mostram crescimento acumulado de cerca de 0,9%. Os resultados preliminares das vendas físicas na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP), calculados pela Federação do Comércio (Fecomercio) e dessazonalizados pelo Banco Central, mostram aumento de 0,5% em outubro, ante setembro. Outra evidência de recuperação do consumo é o aumento das consultas ao Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) e ao Usecheque em outubro.

17. O Copom prevê consolidação da trajetória de recuperação do consumo ao longo dos próximos meses, devido à melhoria das condições de crédito, da recuperação progressiva da renda real em função dos recentes dissídios salariais e dos demais resultados

observados no mercado de trabalho. A possibilidade de desconto de empréstimos na folha de pagamentos deverá continuar permitindo a expansão do volume de crédito a custos significativamente mais baixos. Além disso, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI) e da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), a massa salarial real na indústria de transformação vem se expandindo desde o início do ano. De acordo com a CNI, a massa salarial em setembro está muito próxima da observada no fim do terceiro trimestre de 2002. Em setembro, houve aumento tanto do número total de ocupados, 1,2%, de acordo com o IBGE, como do número de ocupados no emprego formal, 0,5%, segundo o Ministério do Trabalho. Entretanto, a taxa de desocupação de setembro calculada pelo IBGE manteve-se praticamente inalterada, em 12,9%, devido ao aumento continuado da População Economicamente Ativa (PEA). A defasagem entre a melhora nos indicadores de atividade e a queda da taxa de desemprego é usual em momentos de recuperação econômica, uma vez que, com a melhora dos indicadores, o número de pessoas procurando emprego aumenta mais rápido que a ocupação. No curto prazo, a recuperação do consumo deverá ser sustentada ainda pelo pagamento do décimo-terceiro salário num contexto de expectativas mais favoráveis em relação à economia.

18. Outro resultado importante para consolidação do cenário de melhora progressiva da atividade foi a evidência de que o investimento também começa a apresentar sinais de recuperação. Em setembro, comparativamente a agosto, segundo dados dessazonalizados estimados pelo Banco Central, houve aumento de 11,4% da absorção de bens de capital, que corresponde à soma da produção e das exportações líquidas de bens de capital e constitui um bom indicador de investimento da economia. Dessa forma, o aumento do investimento reforça a avaliação do Copom apresentada em Notas anteriores de que o crescimento da economia se dará de forma balanceada, sem pressões inflacionárias, com aproveitamento do excesso de capacidade ociosa no período inicial e, posteriormente, com aumento da capacidade instalada.

19. O desempenho do setor externo continua positivo, a exemplo do ocorrido ao longo dos meses anteriores. Os ótimos resultados de outubro e do

início de novembro fizeram com que a projeção do saldo da balança comercial para 2003 fosse elevada de US\$20,5 bilhões para US\$23,5 bilhões entre as duas últimas reuniões do Copom. O saldo em transações correntes previsto para 2003 também aumentou no período, passando de um déficit de US\$1,2 bilhão para um superávit de US\$3 bilhões. O risco país medido pelo Embi+ do J.P. Morgan Chase caiu cerca de 25 p.b. desde a reunião do Copom de outubro, atingindo 583 p.b. na véspera da reunião de novembro. O real depreciou-se no período, com a cotação do dólar norte-americano partindo de valores próximos de R\$2,85 para cerca de R\$2,95.

20. Nos últimos meses, tem aumentado a probabilidade de ocorrência de um cenário de recuperação sincronizada da economia mundial, com perspectivas favoráveis para as três grandes economias: Estados Unidos (EUA), Europa e Japão. Além disso, as perspectivas de crescimento para as economias emergentes são as melhores em vários anos. O melhor desempenho da economia mundial permitirá uma combinação de condições adequadas de liquidez internacional com um aumento de demanda pelas exportações brasileiras. Dessa forma, a recuperação econômica do Brasil em 2004 poderá ocorrer sem pressões mais significativas sobre o balanço de pagamentos e, conseqüentemente, sobre a taxa de câmbio.

21. As medianas das expectativas de inflação coletadas pela Gerin continuam evoluindo favoravelmente. Para 2003, provavelmente em função de a inflação de outubro ter sido inferior à esperada, as expectativas caíram de 9,8% para 9,4%. A expectativa para a inflação acumulada nos doze meses seguintes também caiu, de 6,25% para 5,9%, e está abaixo de 6%, valor estipulado pela trajetória das metas para a inflação acumulada nos doze meses que se encerram em outubro de 2004. Para 2004, não houve alteração desde a reunião de outubro do Copom, com as expectativas estabilizadas em 6,0%. Deve-se ressaltar que essa evolução das expectativas de inflação veio acompanhada de um aumento esperado para o crescimento do PIB em 2004, de 3,2% para 3,4%. Dessa forma, os agentes econômicos também parecem antecipar que a recuperação da economia ocorrerá de forma balanceada, sem prejudicar o cumprimento das metas de inflação em 2004.

22. As projeções de inflação do Banco Central, supondo manutenção da taxa Selic em 19% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,95, continuam apontando para uma inflação acima da meta ajustada de 8,5% em 2003. Com essas mesmas hipóteses de taxa de câmbio e de juros, as projeções do Banco Central para os próximos doze meses a partir de novembro e para 2004 estão abaixo da meta. As projeções não se alteraram significativamente desde outubro, uma vez que o impacto inflacionário da depreciação cambial observada foi compensado pela menor inflação de outubro, comparativamente à projetada, e pela queda de 8,9% para 8,5% da inflação esperada para os preços administrados em 2004. Dessa forma, a trajetória projetada para os próximos meses encontra-se abaixo daquela apresentada na Carta Aberta enviada pelo Presidente do Banco Central do Brasil ao Ministro da Fazenda em 21.1.2003.

23. O Copom entendeu consensualmente que era necessário prosseguir com a flexibilização da política monetária, tendo em vista que as projeções associadas ao cenário central para os próximos doze meses e para 2004 permanecem abaixo da meta, que as expectativas de inflação estão compatíveis com a trajetória de metas e com a recuperação balanceada da economia e que o cenário externo é favorável à estabilidade dos preços. Foi também consensual no Comitê o entendimento de que ainda não se manifestaram integralmente no comportamento do nível de atividade e na trajetória da inflação os efeitos diretos e indiretos das reduções sucessivas da meta para a taxa Selic, que acumularam 750 p.b. entre junho e outubro e que foram acompanhadas do impulso expansionista advindo da redução sustentada das taxas de juros reais de mercado para diferentes maturidades. Como ressaltado em Notas anteriores, há incertezas importantes quanto à magnitude e à defasagem dos efeitos da política monetária sobre a economia.

24. Dois membros do Copom consideraram que seria mais adequado neste momento reduzir a meta para a taxa Selic em 100 p.b., de modo a dar continuidade à flexibilização da política monetária em ritmo mais lento e reservando novos movimentos de maior impulso expansionista para quando o cenário de crescimento econômico com inflação compatível com as metas desse sinais mais firmes de consolidação. Em sua maioria, no entanto, os

membros do Copom entenderam que o balanço de riscos para a atividade e para a inflação justificava desde já um impulso expansionista complementar, mediante redução de 150 p.b. na meta para a taxa Selic, sem que isso importasse em prejuízo da cautela com que julgam necessário proceder à flexibilização da política monetária diante das incertezas que cercam seu mecanismo de transmissão.

25. Diante disso, por sete votos a favor e dois contra, o Copom decidiu reduzir a meta para a taxa Selic para 17,5% a.a., sem viés.

26. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 16 de dezembro de 2003 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 10.187, de 2.10.2002.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Atividade econômica

27. O Índice do Volume de Vendas do comércio varejista do país apresentou variações de -2,7% em setembro e de -5,2% no período de janeiro a setembro de 2003, comparativamente aos mesmos períodos do ano passado, segundo o IBGE. Embora ainda negativo, o resultado de setembro refletiu significativa melhora em relação aos resultados dos meses anteriores, sinalizando recuperação generalizada das vendas do comércio. Das cinco atividades que compõem o resultado do setor varejista, quatro continuaram registrando quedas no volume de vendas comparativamente a igual mês de 2002, porém com taxas de variação menores do que as observadas no resultado de agosto, enquanto o segmento de móveis e eletrodomésticos apresentou expansão de 7%. Considerando-se dados ajustados sazonalmente, observou-se crescimento mensal em 4 das 5 atividades, também com destaque para móveis e eletrodomésticos.

28. Segundo informações preliminares da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), as vendas físicas do comércio varejista na RMSP cresceram 0,5% em outubro, ante as de setembro, na série dessazonalizada. Esse resultado decorreu do

acréscimo de 0,7% nas vendas de bens de consumo, principalmente duráveis, confirmando as sinalizações de recuperação do consumo doméstico a partir da melhora nas condições de oferta do crédito.

29. As consultas ao cadastro da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) para compras a crédito e com cheques registraram acréscimos de 8,5% e 4,8%, respectivamente, na primeira quinzena de novembro, comparativamente às observadas no mesmo período de 2002, fortalecendo a perspectiva de continuidade da recuperação dos indicadores do comércio varejista.

30. A pesquisa mensal da Fecomercio SP sobre a confiança do consumidor registrou queda de 0,9% em novembro no Índice de Intenções do Consumidor (IIC), que atingiu 98,6, em escala que vai de 0 a 200. Esse resultado decorreu principalmente do novo recuo das intenções futuras de consumir (-5,2%), enquanto o índice das intenções atuais manteve a tendência de recuperação, com alta de 7,8%.

31. Em relação aos investimentos, em setembro registrou-se recuperação generalizada e expressiva dos indicadores, comparativamente ao mês anterior, após ajuste sazonal. A produção de máquinas e equipamentos cresceu 8%, apontando incremento em todos os grupos, com destaque para a produção de bens de capital tipicamente industriais. As importações e exportações de bens de capital aumentaram 19,3% e 15% respectivamente, resultado que, combinado com a expansão da produção, configurou acréscimo mensal estimado de 11,4% da absorção doméstica de bens de capital, em setembro. A atividade de construção, componente com maior participação nos investimentos, também mostrou recuperação acentuada. A produção de insumos da construção cresceu 5,1% na série dessazonalizada, em relação ao mês anterior.

32. A produção industrial brasileira confirmou, em setembro, a tendência de recuperação, ao assinalar crescimento de 4,3% no mês, após ajustamento sazonal, segundo o IBGE. O resultado decorreu do incremento de 5,5% na indústria de transformação e do recuo de 1% na produção extrativa mineral, na mesma base de comparação. Embora não haja dúvidas quanto ao processo de retomada da atividade fabril – é o terceiro mês com desempenho positivo –, deve-se

ressaltar que o resultado expressivo ora observado foi parcialmente influenciado pelo maior número de dias úteis em setembro deste ano, relativamente ao mesmo mês em anos anteriores, pela incidência do Feriado da Independência em um domingo.

33. A expansão produtiva atingiu 17 dos 20 ramos pesquisados e todas as categorias de uso, destacando-se, além da evolução de 8% na produção de bens de capital, a retomada expressiva na produção de bens finais – acréscimos de 5,1% na produção de bens de consumo duráveis e de 4,6% na de bens de consumo semiduráveis e não-duráveis. A produção de bens intermediários, embora crescendo em ritmo inferior ao da média global da indústria, manteve o dinamismo que vem apresentando ao longo do ano, com incremento mensal dessazonalizado de 3,1%.

34. Estatísticas divulgadas pela CNI sobre o desempenho da atividade fabril em setembro confirmaram a recuperação do setor. Considerando séries dessazonalizadas, as horas trabalhadas na produção aumentaram 1,9% no mês e o nível de utilização da capacidade industrial instalada atingiu 80% em setembro, ante o pico de 81,6% verificado em outubro de 2002. As vendas industriais reais, entretanto, recuaram 0,4%, após a expansão de 3,8% observada no mês anterior. Note-se que as estatísticas de vendas industriais reais divulgadas pela Fiesp mostraram acréscimo de 0,65% em setembro, também na série dessazonalizada, dando continuidade à recomposição já observada em agosto, quando tinha aumentado 3,5%. Esse descompasso pode estar demonstrando maior dinamismo da indústria paulista neste momento de retomada, uma vez que a desaceleração da atividade industrial no primeiro semestre foi mais intensa em São Paulo.

35. No segmento automobilístico, em outubro, a produção e as vendas internas de veículos aumentaram 3,5% e 12,4%, respectivamente, segundo as séries dessazonalizadas. Esses resultados refletem, ainda, o estímulo setorial decorrente da redução temporária do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) sobre veículos, além da melhoria das condições de crédito e de expectativas. As vendas externas recuaram 1,3% em outubro, também na série dessazonalizada; mas no acumulado do ano até outubro, o acréscimo de 35,7% nas

exportações de veículos evidencia a contribuição decisiva do setor externo para a expansão de 1,6% na produção, uma vez que as vendas internas recuaram 7,4%.

Mercado de trabalho

36. O índice de emprego formal cresceu 0,5% em setembro, ante o de agosto, na série dessazonalizada, e 3,8% no ano até setembro, de acordo com informações do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Na expansão do emprego formal em 2003, a indústria de transformação foi o setor que apresentou maior crescimento, 4%, seguida pelo comércio, 2,7% e serviços, 2%. A construção civil, por sua vez, apresentou queda de 3,7% no mesmo período.

37. Segundo a Pesquisa Mensal do Emprego (PME), a taxa de desocupação medida pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país atingiu 12,9% em setembro, ante 13% em agosto. Esse recuo decorreu do aumento de 1,2% no número de trabalhadores ocupados em setembro, a despeito da expansão de 1,1% na PEA. Ainda segundo a pesquisa do IBGE, o rendimento real médio recebido pelas pessoas ocupadas em agosto de 2003 situou-se 14,2% abaixo daquele percebido no mesmo mês de 2002, mostrando ligeira melhora ante o observado em junho, quando a queda atingiu 17,3% na mesma base de comparação.

38. No setor industrial, conforme estatísticas da CNI, houve aumento de 0,1% no pessoal empregado em setembro, segundo dados dessazonalizados, em relação ao mês anterior. A massa salarial real recuperou-se pelo quarto mês consecutivo em setembro deste ano, também na série dessazonalizada, mas ainda permaneceu 4,1% abaixo da observada no mesmo mês de 2002. No ano, até setembro, a massa salarial real na indústria de transformação registrou recuo de 5,9% em relação à média do mesmo período do ano anterior.

Crédito e inadimplência

39. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro cresceu 1% em outubro, refletindo acréscimo de 1,1% nas operações com recursos livres e de 0,8% naquelas com recursos direcionados. Entre as primeiras, observou-se expansão de 1,9% no saldo das carteiras destinadas a pessoas físicas,

principalmente nas operações de financiamento de veículos e crédito pessoal, favorecidas pela queda das taxas de juros. As operações com pessoas jurídicas expandiram-se 0,6%, a despeito do recuo de 2,1% no saldo dos empréstimos com recursos externos. Quanto aos créditos direcionados, destaque-se o acréscimo mensal de 3,9% nas operações de crédito rural, fruto do aumento da demanda por crédito para custeio, destinado à aquisição de insumos como sementes, fertilizantes e defensivos agrícolas.

40. A taxa média de juros das operações com recursos livres registrou nova queda em outubro – de 1,2 p.p. – atingindo 48,6% a.a., reflexo do processo de redução da taxa Selic. O resultado foi mais expressivo nas operações com pessoas jurídicas, com recuo de 1,5 p.p., para 32,5% a.a., principalmente pela queda no custo projetado para os contratos com correção cambial, haja vista a maior estabilidade no mercado de câmbio. Nas operações com pessoas físicas, a taxa média atingiu 69,4% a.a., diminuindo 1,3 p.p. ante a do mês anterior, destacando-se a redução de 4,8 p.p. nas operações com cheque especial. A inadimplência total da carteira de crédito com recursos livres das instituições financeiras diminuiu 0,3 p.p. em outubro, atingindo 8,5%, reflexo dos recuos respectivos de 0,2 p.p. e 0,1 p.p. nas operações com pagamento em atraso de pessoas jurídicas e de pessoas físicas.

41. Em relação à inadimplência no comércio, houve queda de 12,8% no número de registros cancelados, enquanto o número de novos registros de carnês em atraso recuou 1,7%. No entanto, deve-se considerar que nos últimos meses a renegociação de dívidas foi intensa, indicando a preferência dos devedores em recuperar a capacidade futura de endividamento, fato que levou a uma redução na taxa média de inadimplência em 2003, para 5,6%, até outubro, ante 6,9% no mesmo período do ano passado

Ambiente externo

42. A economia mundial continua apresentando sinais de recuperação. Nos EUA, os últimos indicadores divulgados trazem evidências de que a recuperação está em curso, muito embora persistam incertezas quanto ao seu ritmo nos próximos meses e quanto à condução da política monetária pelo

Federal Reserve (Fed). Na Ásia, há um clima cada vez mais favorável ao crescimento da economia neste ano, principalmente pelo desempenho da China, além do otimismo com relação à retomada da economia japonesa. Mesmo na Europa, já aparecem sinais de retomada da atividade econômica, destacando-se a expansão anualizada e dessazonalizada de 1,6% do PIB no terceiro trimestre.

43. O PIB norte-americano cresceu 7,2% no terceiro trimestre de 2003 (anualizado, dessazonalizado), impulsionado pelas expansões de 9,3% do investimento bruto privado e de 6,6% do consumo. Já as vendas no varejo recuaram 0,3% em outubro, após registrarem queda de 0,4% no mês anterior. A produção industrial expandiu-se 0,2% em outubro e o uso da capacidade instalada ficou em 75%, registrando ligeiro aumento em relação ao mês anterior. A taxa de desemprego declinou para 6% em outubro, fato aliado às sucessivas reduções no número de pedidos de auxílio-desemprego.

44. No Japão, o PIB cresceu 2,2% no terceiro trimestre (anualizado e dessazonalizado), marcando o sétimo trimestre de crescimento, resultado do desempenho do investimento privado residencial e não-residencial que aumentaram 11,4% e 11,7%, respectivamente, além das exportações que expandiram 11,5% no período.

45. As expectativas empresariais nos EUA, no Japão e na Europa apontam expansão da atividade econômica. Quanto aos consumidores, prevalece também um comportamento de otimismo, embora menos intenso que o dos empresários.

46. As taxas de juros básicas permaneceram estáveis nos EUA, Japão e Área do Euro, mas já subiram na Grã-Bretanha e na Austrália, sinalizando uma possível tendência geral em razão da reativação econômica. Praticamente todas as bolsas de valores mantêm trajetória ascendente desde o fim da guerra do Iraque. Ao mesmo tempo, verificou-se ligeira redução da aversão ao risco para os países emergentes em outubro. As expectativas de crescimento econômico e do comércio mundial têm provocado elevação nos preços de *commodities* agrícolas, favorecendo os países emergentes. O preço do barril de petróleo continuou oscilando acima da banda

estipulada pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), refletindo inquietações dos mercados ante níveis de estoques abaixo da média histórica no hemisfério norte e incerteza quanto à recuperação da produção iraquiana.

Comércio exterior e alguns resultados do balanço de pagamentos

47. Dando continuidade ao desempenho favorável apresentado no decorrer do ano, a balança comercial registrou superávit de US\$2,5 bilhões em outubro e de US\$20,3 bilhões no acumulado em 2003. O saldo comercial e o montante de exportações, respectivamente, de US\$23,4 bilhões e de US\$70 bilhões, são recordes históricos para períodos acumulados em doze meses. Em termos de médias diárias, os valores das exportações cresceram 16,9% no mês e 21,3% de janeiro a outubro, comparativamente aos mesmos períodos de 2002. As importações aumentaram 17,3% em outubro e 0,6% no ano, em comparação aos períodos equivalentes do ano passado. Em novembro, até a segunda semana (10 dias úteis), o saldo comercial totalizou US\$986 milhões, com expansão de 20,5% nas exportações, principalmente devido aos embarques de produtos básicos (31,8%) e de 9,4% nas importações, se comparados aos valores médios observados em novembro de 2002.

48. Em outubro, pelo segundo mês consecutivo, as exportações foram superiores a US\$7 bilhões, totalizando US\$7,6 bilhões e estabelecendo novo recorde histórico. Esse resultado foi influenciado pela expansão de 19% das exportações de manufaturados, que representam mais de 53% do total e cujo valor de US\$4 bilhões também representou recorde histórico mensal para a categoria. As vendas de produtos básicos alcançaram US\$2,4 bilhões, novo recorde mensal, com expansão de 24,8% ante o valor registrado em outubro de 2002. Já as exportações de produtos semimanufaturados recuaram 1,8% na comparação anual, principalmente pela elevada base de comparação em outubro de 2002.

49. Em todas as categorias, observou-se crescimento expressivo tanto nas vendas de bens tradicionais quanto nas de itens com menor participação, com a continuidade do processo de diversificação da pauta de exportações em algumas categorias. É possível

observar diversificação similar no que diz respeito a mercados de destino. Em outubro, destacaram-se como os principais mercados para os produtos brasileiros os EUA, a China e a Argentina.

50. Quanto às importações, o valor de US\$5 bilhões registrado no mês foi o mais elevado desde julho de 2002, representando crescimento de 17,3%, comparativamente a outubro daquele ano. Esse desempenho decorreu de aumentos nas aquisições em todas as categorias de uso, com destaque para bens de capital, que cresceram 30,9%, e matérias-primas e bens intermediários, aumento de 18,1%.

51. As transações correntes no balanço de pagamentos registraram superávit de US\$3,9 bilhões no ano, revertendo o déficit de US\$7,5 bilhões ocorrido no período janeiro-outubro de 2002. O déficit nas contas de serviços e rendas alcançou US\$18,7 bilhões, ante o de US\$19,5 bilhões no mesmo período do ano passado. A conta financeira do balanço de pagamentos registrou ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos de US\$314 milhões em outubro, acumulando US\$6,8 bilhões em 2003. Ao final de outubro, as reservas internacionais situaram-se em US\$54,1 bilhões e as reservas líquidas ajustadas (acordo Fundo Monetário Internacional – FMI), em US\$17,5 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

52. Desde a reunião do Copom em outubro, a curva de juros apresentou alteração em sua inclinação, com redução das taxas de curto prazo e elevação das taxas de prazo mais longo. Os principais fatores que contribuíram para esse movimento foram o recuo dos índices de inflação, especialmente o IPCA de outubro, o novo acordo com o FMI, a melhora no risco-país e a retomada da atividade econômica, acima das expectativas. Entre os dias 22 de outubro e 18 de novembro, as taxas de juros de seis meses e de um ano reduziram-se em 0,40 p.p. e 0,13 p.p., respectivamente, enquanto a de dois anos registrou elevação de 0,10 p.p.

53. O percentual médio de rolagem dos títulos e *swaps* cambiais no período foi de 12,8% do principal vencendo, uma vez que não foi rolado o vencimento

de 13 de novembro e a rolagem do vencimento de 1º de dezembro alcançou 15,1%. Com isso, o resgate líquido acumulado no ano, incluídos os vencimentos de juros intermediários e finais, chegará a US\$17,6 bilhões em 1º de dezembro.

54. O Tesouro realizou cinco leilões de venda de Letras do Tesouro Nacional (LTN), cujo volume financeiro alcançou R\$8,9 bilhões. As taxas de colocação voltaram a mostrar redução, assim como os prêmios sobre a curva de juros futuros. Foram realizados, ainda, três leilões de Letras Financeiras do Tesouro (LFT), com vencimento em 2007 e em 2008, totalizando R\$1,7 bilhão. A redução dos lotes ofertados de LFT decorreu da estratégia perseguida pelo Tesouro de melhorar o perfil da dívida mobiliária, aumentando a parcela prefixada em detrimento da pós-fixada.

55. As liquidações financeiras realizadas no período de 23 de outubro a 19 de novembro acarretaram impacto monetário expansionista de R\$3,0 bilhões, em razão, principalmente, dos resgates líquidos de R\$8,8 bilhões em LFT e de R\$1,3 bilhão em títulos

cambiais, parcialmente compensados pela colocação líquida de R\$8,0 bilhões em LTN.

56. Nas suas intervenções no mercado aberto, o Banco Central manteve as operações diárias de nivelamento da liquidez bancária. No tocante às operações compromissadas longas, além de efetuar semanalmente operação pós-fixada com prazo de duas semanas, o Banco Central deu início, a partir de 12 de novembro, à realização de operações compromissadas prefixadas com prazo de três meses. Essa alteração de conduta, compatível com a volta gradual à utilização de instrumentos tradicionais de esterilização da liquidez bancária, reflete os objetivos de alongamento do prazo das operações e de estímulo à eficiência do mercado de reservas bancárias. Essas operações, em conjunto, esterilizaram o excesso de liquidez, cuja média foi de R\$51,0 bilhões no período.

57. Em outubro, a dívida pública mobiliária interna registrou aumento de 1,4%. A parcela prefixada elevou-se de 9,0%, em setembro, para 9,9% em outubro, e a atrelada à variação cambial reduziu-se de 26,5% para 24,4%, a menor participação desde março de 2001.

Medidas de política econômica

Medidas relacionadas ao sistema financeiro e ao mercado de crédito

Circular 3.200, de 15.8.2003 – Alterou e acrescentou dispositivos ao regulamento do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), dispondo sobre a inclusão das câmaras como participantes do sistema. As operações das câmaras têm liquidação financeira em uma das seguintes contas, conforme o tipo de custódia ou a natureza da operação:

- I- conta de liquidação no Banco Central do Brasil: para operações de pagamento de juros, amortizações, resgates de títulos custodiados e de salvaguardas adotados no sistema;
- II- conta administrada pelo Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos do Banco Central do Brasil (Deban): para pagamento de juros, amortizações e resgates de títulos integrantes do patrimônio especial da câmara;
- III- conta reservas bancárias do liquidante-padrão: para as demais operações da câmara.

Medida Provisória 130, de 17.9.2003 – Autorizou aos empregados regidos pela Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) desconto em folha de pagamento, limitado a 30% da remuneração disponível, de prestações de empréstimos, financiamentos e operações de *leasing* contratados com instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil. Essa prerrogativa inclui também os aposentados e pensionistas do Instituto Nacional de Seguro Social (INSS). Adicionalmente, visando facilitar a implementação dessas operações, foi permitida a celebração de acordos entre instituições financeiras e empresas e/ou entidades sindicais, com o estabelecimento de parâmetros financeiros e condições gerais aplicáveis aos empregados.

Resolução 3.120, de 25.9.2003 – Fixou em 11% a.a. a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), a vigorar no quarto trimestre de 2003, representando redução de 1 ponto percentual em relação à taxa do trimestre anterior.

Resolução 3.121, de 25.9.2003 – Alterou e consolidou as normas que estabelecem as diretrizes para aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar. Dentre as alterações, destaca-se a nova sistemática para controle e avaliação dos riscos dos recursos aplicados, definindo que as entidades de previdência devem manter, no âmbito de cada plano de benefícios, sistema de controle da divergência não planejada entre o valor de uma carteira e o valor projetado para essa mesma carteira, no qual deverá ser considerada a taxa mínima atuarial. O prazo para adaptação é de até sessenta dias contados da data de entrada em vigor da resolução, mantida a obrigatoriedade de cálculo do valor em risco (VaR) para os segmentos de rendas fixa e variável até o enquadramento no novo sistema.

Circular 3.206, de 25.9.2003 – Alterou a Circular 2.905, de 1999, que impede a previsão contratual de mais de uma base de remuneração ou índice de preço nas operações ativas e passivas realizadas no mercado financeiro. Nesse sentido, foi permitido que, com relação aos contratos de depósito a prazo, utilize-se mais de uma base de remuneração ou índice de preço, desde que prevaleça aquele que proporcionar maior rendimento ao depositante. Essa flexibilização possibilita maior concorrência entre as instituições financeiras, assim como reduz os custos para os poupadores, à medida que diminui as necessidades de contratação de operações de derivativos, com vistas a proteger seus investimentos diante de uma conjuntura diversa daquela em que ocorreu a contratação.

Circular 3.207, de 22.10.2003 – Alterou a Circular 3.188, de 2003, que dispõe sobre a Centralizadora da Compensação de Cheques e Outros Papéis (Compe). A principal alteração foi a eliminação, a partir de 18 de fevereiro de 2004, da exigibilidade de constituição de depósito prévio sobre Documentos de Crédito (DOC), tendo em vista que os processos de compensação e de liquidação desses instrumentos não mais serão efetuados pela Compe.

Resolução 3.128, de 30.10.2003 – Ampliou o valor do limite das operações de crédito concedidas a pessoas físicas de baixa renda, de R\$500,00 para R\$600,00. Tais empréstimos são considerados na apuração do direcionamento mínimo de 2% dos saldos de depósitos à

vista para operações de microcrédito dos bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial, Caixa Econômica Federal e das cooperativas de crédito.

Resolução 3.140, de 27.11.2003 – Alterou as disposições com relação a procedimentos para a constituição e funcionamento das cooperativas de crédito. A principal delas refere-se à possibilidade de constituição de cooperativas pela admissão de empresários participantes de empresas vinculadas a um mesmo sindicato ou associação patronal, com pelo menos três anos em funcionamento. A Resolução 3.106, de junho de 2003, apresenta como possibilidades para a criação de cooperativas os grupos de empresários de pequeno porte para qualquer ramo de atividade ou grupos de profissionais de qualquer porte, desde que as cooperativas sejam segmentadas por setor de atividade econômica. Nesse sentido, esta Resolução acrescentou o critério de associação centrado na vinculação dos empresários a uma entidade de classe, sem segmentação por ramo de atividade e limitação de porte. Adicionalmente, com abrangência a todas as modalidades de cooperativas, excluiu do limite de exposição por cliente as aplicações em títulos públicos federais e em quotas de fundos de investimento, exceto fundos em que a cooperativa figure como único condômino.

Medidas de política fiscal

Medida Provisória 132, de 20.10.2003 – Instituiu o Programa Bolsa Família com a finalidade de implementar ações de transferência de renda, com condicionalidades, e de unificar os procedimentos de gestão e execução do Programa Nacional de Renda Mínima Vinculado à Educação – Bolsa-Escola; Programa Nacional de Acesso à Alimentação (PNAA); Programa Nacional de Renda Mínima Vinculado à Saúde – Bolsa-Alimentação; e Programa Auxílio-Gás. O Programa é constituído de um benefício básico, destinado a unidades familiares que se encontrem em situação de extrema pobreza, e de um benefício variável, destinado a unidades familiares que se encontrem em situação de pobreza ou de extrema pobreza e que tenham em sua composição gestantes, nutrizes, crianças entre zero e doze anos e adolescentes até quinze anos. No exercício de 2003, excepcionalmente, as despesas relacionadas à execução dos programas mencionados continuarão a ser executadas orçamentária e financeiramente pelos respectivos ministérios e órgãos responsáveis. Em 2004, as dotações dos programas serão descentralizadas para o órgão responsável pela execução do Programa Bolsa-Família.

Lei 10.748, de 22.10.2003 – Instituiu o Programa Nacional de Estímulo ao Primeiro Emprego para os Jovens (PNPE), vinculado às ações dirigidas à promoção da inserção de jovens no mercado de trabalho e sua escolarização, ao fortalecimento da participação da sociedade no processo de formulação de políticas e às ações de geração de trabalho e renda, objetivando, especialmente, a criação de postos de trabalho para jovens e sua qualificação para o mercado de trabalho. O Programa irá atender jovens com idade de 16 a 24 anos em situação de desemprego involuntário, que atendam cumulativamente os seguintes requisitos:

- a) não tenham tido vínculo empregatício anterior;
- b) sejam membros de família com renda per capita de até meio salário mínimo;
- c) estejam matriculados e freqüentando regularmente estabelecimento de ensino fundamental ou médio, ou cursos de educação de jovens e adultos;
- d) estejam cadastradas nas unidades executoras do Programa.

Medida Provisória 133, de 23.10.2003 – Criou o Programa Especial de Habitação Popular, com o objetivo de oferecer acesso à moradia adequada aos segmentos populacionais de renda familiar mensal de até três salários mínimos. Os recursos alocados ao Programa serão destinados, a título de auxílio ou assistência financeira, à produção ou aquisição de unidade habitacional e de lotes urbanizados, aquisição de material de construção, urbanização de assentamentos precários e requalificação urbana.

Medida Provisória 135, de 31.10.2003 – Alterou a legislação tributária, com destaque para as seguintes providências:

- a) Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins): a partir de 1º.2.2004, a cobrança da Contribuição deixará de ser cumulativa e passará a incidir sobre o valor agregado. Pela nova sistemática a empresa se credencia a receber, sob a forma de crédito tributário, a diferença entre o que for devido quando da aplicação da alíquota sobre a base de cálculo do tributo, no caso, o valor do faturamento mensal, e o que já foi recolhido nas

etapas anteriores da cadeia produtiva. Como a contribuição passará a ser cobrada com base de cálculo menor, a alíquota foi elevada de 3% para 7,6%, de maneira que a arrecadação se mantenha próximo do atual patamar. A partir de 2004, o tributo passará a incidir também sobre os insumos adquiridos no exterior. A Cofins não incidirá sobre as receitas decorrentes de exportação de mercadorias para o exterior; sobre a prestação de serviços para pessoa física ou jurídica domiciliada no exterior, com pagamento em moeda conversível; e sobre vendas a empresa comercial exportadora, com o fim específico de exportação. Permanecem sujeitas às normas da legislação da Cofins, vigentes anteriormente à edição desta medida provisória: as instituições financeiras; as pessoas jurídicas tributadas pelo imposto de renda com base no lucro presumido ou arbitrado (empresas com faturamento mensal de até R\$4 milhões); as empresas optantes do Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Simples); as pessoas jurídicas imunes à imposto; as sociedades cooperativas; as empresas prestadoras de serviços de telecomunicações e as empresas jornalísticas e de radiodifusão sonora e de sons e imagens; e as receitas submetidas a regime especial de tributação (Lei 10.637, de 30.12.2002);

- b) Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI): a partir de fevereiro de 2004, apuração do imposto será realizada quinzenalmente (atualmente é realizada a cada dez dias) e, em 2005, passará a ser mensal;
- c) Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF): até 1º de dezembro de 2003, os investimentos estrangeiros que ingressarem em bolsas de valores estarão sujeitos à cobrança do tributo em apenas uma etapa, ou seja, estão isentos de pagamento quando da remessa para o exterior dos recursos apurados na efetiva liquidação das operações;
- d) Imposto de Renda sobre ganhos de capital: nos casos de alienação de bens por pessoas físicas ou jurídicas estrangeiras, a residentes no país, o comprador nacional passa a ser responsável solidário pelo pagamento do imposto;

- e) combate ao contrabando: as empresas de ônibus que transportam passageiros para países que fazem fronteira com o Brasil, serão obrigadas a identificar as bagagens e seus respectivos donos, na viagem de volta ao país. O descumprimento dessas normas sujeitará a empresa ao pagamento de multas e à perda da concessão por dois anos.

Resolução 19, de 5.11.2003, do Senado Federal – Modificou a redação do art. 7º da Resolução 43/2001, de modo a excluir dos limites de operações de crédito interno e externo dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, aquelas contratadas no âmbito do Programa Nacional de Iluminação Pública Eficiente (Reluz), estabelecido com base na Lei 9.991/2000.

Resolução 20, de 7.11.2003, do Senado Federal – Ampliou o prazo para cumprimento dos limites de endividamento estabelecidos na Resolução 40/2001, que dispõe sobre os limites globais para o montante da dívida pública consolidada e da dívida pública mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.

Lei 10.762, de 11.11.2003 – Instituiu o Programa Emergencial e Excepcional de Apoio às Concessionárias de Serviços Públicos de Distribuição de Energia Elétrica, destinado a suprir a insuficiência de recursos decorrente do adiamento da aplicação do mecanismo de compensação de que trata o art. 1º da Medida Provisória 2.227, de 4.9.2001, para os reajustes e revisões tarifárias realizados entre 8.4.2003 e 7.4.2004, por meio de financiamento concedido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Poderão ser beneficiárias do Programa as concessionárias que atenderem às exigências legais para obtenção de crédito concedido com recursos públicos e estiverem adimplentes com as empresas do Sistema BNDES. O valor a ser financiado será apurado e informado pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel), observada a legislação vigente.

Decreto 4.873, de 11.11.2003 – Instituiu o Programa de Universalização do Acesso e Uso da Energia Elétrica – “Luz para Todos”, destinado a propiciar, até 2008, o atendimento em energia elétrica à parcela da população do meio rural brasileiro que ainda não possui acesso a esse serviço público.

Decreto 4.902, de 28.11.2003 – Estendeu de 30.11.2003 até 29.2.2004 a redução de três pontos percentuais

nas alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), incidentes sobre veículos de até duas mil cilindradas.

Medidas relacionadas ao setor externo

Resolução Camex 24, de 12.8.2003; 29, de 9.10.2003; e 35, de 27.11.2003 – Alterou para 4% (quatro por cento), até 30.6.2005, no caso da primeira norma, e até 31.12.2005, para as demais, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre Bens de Capital e Bens de Informática e Telecomunicações, dos produtos especificados, na condição de “Ex”-tarifário.

Decreto 4.820, de 27.8.2003 – Dispôs sobre a execução da Ata de Retificação do Trigésimo Primeiro Protocolo Adicional ao Acordo de Complementação Econômica 14, entre o Brasil e a Argentina, de 5.5.2003 (Acordo sobre Política Automotiva Comum).

Portaria STN 445, de 29.8.2003; e 498, de 6.10.2003 – Autorizou a emissão de Notas do Tesouro Nacional – Série I (NTN-I) a serem utilizadas no pagamento da equalização das taxas de juros dos financiamentos à exportação de bens e serviços brasileiros amparados pelo Programa de Financiamento às Exportações (Proex).

Portaria Secex 12, de 3.9.2003 – Revogou a Portaria SCE 2, de 1992, e várias outras; consolidou as disposições regulamentares das operações de exportação referentes a registro do exportador, credenciamento e habilitação, registro de exportação, tratamentos administrativos aplicados a produtos, documentação, registro de venda, exame de preços e prazos de pagamento, comissão de agente, financiamento, acordos internacionais e retorno de mercadorias. Todas as informações que já faziam parte da legislação anterior passaram por um aprofundado estudo com o objetivo de adequar às reais necessidades das operações de exportação, visando, principalmente, à desburocratização de procedimentos. Relaciona-se à Portaria MDIC 405, de 3.9.2003.

Decreto Legislativo 606, de 2003 – Aprovou o texto do XXI Protocolo Adicional ao Acordo de Complementação Econômica 35, celebrado entre o Mercosul e o Chile, assinado em 19.10.1999.

Medida Provisória 131, de 25.9.2003 – Estabeleceu normas para o plantio e a comercialização da produção de soja da safra de 2004 e deu outras providências

Decreto 4.846, de 25.9.2003 – Regulamentou o artigo 3º da Medida Provisória 131, de 25.9. 2003, que estabelece normas para o plantio e comercialização da produção de soja da safra de 2004 e deu outras providências.

Decreto 4.857, de 13.10.2003 – Deu nova redação ao parágrafo segundo do artigo 5º do Decreto 4.732, de 10.6.2003, que dispõe sobre a Câmara de Comércio Exterior (Camex), do Conselho de Governo e alterou a denominação do Comitê Executivo de Gestão, constante do mesmo Decreto.

Decreto Legislativo 712, de 15.10.2003 – Aprovou o Protocolo de Olivos para a Solução de Controvérsias no Mercosul, assinado em Olivos, província de Buenos Aires, em 18.2.2002, pelo Brasil, Argentina, Paraguai e Uruguai.

Portaria Mapa 795, de 27.10.2003 – Estabeleceu critérios para a alocação da cota preferencial de exportação de açúcar destinada, pelos Estados Unidos ao Brasil, às unidades de produção de açúcar beneficiárias, para o ano-calendário 2003/2004.

Medida Provisória 135, de 30.10.2003 – Alterou, para a não-cumulativa, a sistemática de cobrança, da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), apresentando novas disposições sobre fato gerador, base de cálculo, incidência, entre outras questões relacionadas. A Cofins não incidirá sobre receitas decorrentes de exportação; não serão, porém, aceitos créditos relativos a aquisições de insumos importados. Além disso, alterou outros aspectos da legislação tributária e aduaneira, na qual incluiu dispositivos relacionados a regimes aduaneiros, multas e sanções, bem como modificou a redação de importantes leis.

Circular 3.209, de 3.11.2003 – Alterou os prazos, de 90 para 180 dias, de liquidação de operações de câmbio de natureza financeira em que o cliente seja a Secretaria do Tesouro Nacional. O primeiro prazo foi implementado pela Circular Bacen 3.205, de 18.9.2003.

Lei 10.755, de 4.11.2003 – Estabeleceu multa em operações de importação e deu outras providências.

Resolução Camex 34, de 27.11.2003 – Alterou para zero por cento, na condição de “Ex”-tarifário especial, a alíquota *ad valorem* do Imposto de Importação incidente sobre o produto de Código NCM 8473.30.49 (Bens de informática e telecomunicações – BIT) (Ex 001, concedido pela Resolução Camex 13, de 12 de maio de 2003).

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Afonso Sant'Anna Bevilaqua
Diretor

Alexandre Schwartzman
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo
Diretor

João Antônio Fleury Teixeira
Diretor

Luiz Augusto de Oliveira Candiota
Diretor

Paulo Sérgio Cavalheiro
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Afonso Sant'Anna Bevilaqua (Dipeç)
Diretor

Alexandre Schwartzman (Direx)
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale (Dilid)
Diretor

Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo (Diesp)
Diretor

João Antônio Fleury Teixeira (Dirad)
Diretor

Luiz Augusto de Oliveira Candiota (Dipom)
Diretor

Paulo Sérgio Cavalheiro (Difis)
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves (Dinor)
Diretor

Demais participantes

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

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

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

José Pedro Ramos Fachada Martins da Silva
Gerente-Executivo da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)

Marcelo Kfoury Muinhos
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

Sérgio Goldenstein
Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

Siglas

a.a.	ao ano
Abimaq	Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos
Abiove	Associação Brasileira das Indústrias de Óleos Vegetais
ACC	Adiantamento sobre Contratos de Câmbio
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
Aladi	Associação Latino-Americana de Integração
Anatel	Agência Nacional de Telecomunicações
Anda	Associação Nacional para Difusão de Adubos
Aneel	Agência Nacional de Energia Elétrica
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BAI	<i>Business Activity Index</i>
BCE	Banco Central Europeu
Bird	Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento
BIS	<i>Bank for International Settlements</i>
BIT	Bens de informática e telecomunicações
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESp	BNDES Participações S.A.
BoJ	Banco do Japão
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
Camex	Câmara de Comércio Exterior
CEEE	Companhia Estadual de Energia Elétrica
Cide	Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Compe	Centralizadora da Compensação de Cheques e Outros Papéis
Conab	Companhia Nacional de Abastecimento
Copom	Comitê de Política Monetária
CPMF	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CUT	Custo Unitário do Trabalho
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
Deban	Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos do Banco Central do Brasil
Depec	Departamento Econômico do Banco Central do Brasil
DI	Depósito interfinanceiro
Dieese	Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Sócio-Econômicos
DJIA	<i>Dow Jones Industrial Average</i>

DOC	Documentos de Crédito
Embi+	<i>Emerging Market Bond Index Plus</i>
Embi-Brasil	<i>Emerging Market Bond Index</i>
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
Fiesp	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
FIF	Fundos de investimento financeiro
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FMI	Fundo Monetário Internacional
FTSE 100	<i>Financial Times Securites Exchange Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil
GLP	Gás Liquefeito de Petróleo
HICP	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
II	Imposto de Importação
IIC	Índice de Intenção do Consumidor
IIF	<i>Institute of International Finance</i>
INA	Indicador do Nível de Atividade
Inec	Índice Nacional de Expectativas do Consumidor
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA-DI	Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna
IPA-OG-PI	Índice de Preços por Atacado – Oferta Global – Produtos Industriais
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-Br	Índice de Preços ao Consumidor – Brasil
IPC-Fipe	Índice de Preços ao Consumidor da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IR	Imposto de renda
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MI	Meios de pagamento restritos
Mapa	Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento
MDA	Ministério do Desenvolvimento Agrário
MDIC	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e do Comércio Exterior
MIE	Ministério do Trabalho e Emprego
Nasdaq	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NTN-B	Notas do Tesouro Nacional – Série B
NTN-C	Notas do Tesouro Nacional – Série C
NTN-I	Notas do Tesouro Nacional – Série I
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OMC	Organização Mundial do Comércio
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
p.b.	pontos básicos
p.p.	pontos percentuais
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
PIM	Pesquisa Industrial Mensal
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PNAA	Programa Nacional de Acesso à Alimentação
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
PNPE	Programa Nacional de Estímulo ao Primeiro Emprego para os Jovens
Proex	Programa de Financiamento às Exportações
Pronaf	Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar
Reluz	Programa Nacional de Iluminação Pública Eficiente
RMSP	Região Metropolitana de São Paulo
S&P 500	Standard & Poor's 500
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFH	Sistema Financeiro Habitacional
Simplex	Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte
SPC	Serviço de Proteção ao Crédito
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
UE	União Européia
USDA	<i>United States Department of Agriculture</i>
VaR	Valor em risco