



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Relatório de Inflação



Dezembro 2004

Volume 6 – Número 4



Carimbo de 960 réis sobre moeda espanhola de 8 reales



Recunho de 960 réis sobre moeda espanhola de 8 reales

Coleção do Museu de Valores do Banco Central do Brasil

960 réis

A vinda da Corte Portuguesa para o Rio de Janeiro, em 1808, constituída de cerca de quinze mil pessoas com costumes diferentes daqueles da população colonial, exigiu que se tomassem sérias medidas para fazer face às despesas e para aumentar a renda da Colônia, agora sede do governo português.

O meio circulante do Brasil, constituía-se, então, em grande parte, de moedas espanholas de 8 reales. Necessitando de fundos, D. João determinou a carimbagem dessas moedas, adquiridas por 700/800 réis, aumentando-lhes o valor para 960 réis. A partir de 1810, esses valores passam a ser cunhados em discos próprios ou recunhados sobre 8 reales. Essas peças, equivalentes a 3 patacas, foram denominadas de **patacões**.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Relatório de Inflação



ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 6	n. 4	dez	2004	P. 1 - 166
-----------------------	----------	------	------	-----	------	------------

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 6, n. 4.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil
Secre/Surel/Dimep
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – M1
Caixa Postal 8.670
70.074-900 Brasília – DF
Telefones: (61) 414-3710 e 414-3567
Fax: (61) 414-3626
E-mail: editor@bcb.gov.br

Tiragem: 900 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
70.074-900 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
Agropecuária _____	14
Produção da lavoura _____	15
Pecuária _____	16
Expectativas para a safra 2004/2005 _____	16
Produção industrial _____	17
1.3 Mercado de trabalho _____	20
Emprego _____	20
Rendimentos _____	22
1.4 Produto Interno Bruto _____	23
1.5 Investimentos _____	28
1.6 Conclusão _____	30
Preços	33
2.1 Índices gerais _____	33
2.2 Índices de preços ao consumidor _____	34
2.3 Monitorados _____	41
2.4 Núcleo de inflação _____	42
2.5 Expectativas de mercado _____	43
2.6 Conclusão _____	45
Políticas creditícia, monetária e fiscal	47
3.1 Crédito _____	47
Recursos direcionados _____	48
Operações de crédito com recursos livres _____	49
3.2 Agregados monetários _____	51
Títulos públicos federais _____	53
Taxas de juros reais e expectativas de mercado _____	53
Mercado de capitais _____	54
Aplicações financeiras _____	54

3.3 Política fiscal _____	56
Necessidades de financiamento do setor público _____	56
Dívida mobiliária federal _____	58
Dívida líquida do setor público _____	63
3.4 Conclusão _____	64
Economia internacional _____	67
4.1 Atividade econômica _____	67
4.2 Política monetária e inflação _____	70
4.3 Mercados financeiros internacionais _____	71
4.4 Comércio mundial _____	76
4.4.1 <i>Commodities</i> _____	78
4.4.1.1 Petróleo _____	78
4.5 Conclusão _____	79
Setor externo _____	81
5.1 Movimento de câmbio _____	82
5.2 Comércio de bens _____	83
5.3 Serviços e renda _____	85
5.4 Conta financeira _____	90
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa _____	95
5.6 Conclusão _____	95
Perspectivas para a inflação _____	97
6.1 Determinantes da inflação _____	98
6.2 Cenário principal: pressupostos e riscos associados _____	103
6.3 Previsão da inflação _____	108
Boxes _____	
Perspectivas para o PIB em 2004 e 2005 _____	25
Índice de Preços por Atacado segundo Estágios de Processamento (IPA-EP) _____	35
Trajetória do Endividamento Líquido e Critérios de Valorização do PIB _____	59
Projeções para o Balanço de Pagamentos _____	87
Indicadores de Sustentabilidade Externa _____	92
Comportamento das Previsões de Inflação do Banco Central e do Mercado _____	111
Pesquisas de Expectativas de Inflação _____	114
Anexo _____	119
Medidas de política econômica _____	153
Apêndice _____	161

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

O crescimento vigoroso do Produto Interno Bruto (PIB), pelo quinto trimestre consecutivo, traduz-se na evolução favorável de variáveis diretamente relacionadas ao bem-estar econômico e social, como o crescimento do consumo, da massa de rendimentos e do emprego – este último, em ritmo de expansão há muito não observado. O desempenho favorável do produto foi acompanhado, porém, por taxas de inflação que permanecem em níveis incompatíveis com a trajetória de metas no médio prazo. A persistência das pressões inflacionárias refletiu-se nos preços no atacado e ao consumidor, nas diferentes medidas de núcleo dos índices de preços ao consumidor, bem como na rigidez das expectativas de inflação dos agentes privados.

O comportamento recente dos indicadores evidencia a sustentabilidade do ciclo de crescimento que ora se observa. Além do aumento da massa salarial, das expectativas de consumidores e empresários e do volume de crédito, fatores que tendem a constituir-se em fontes relevantes para o crescimento no próximo ano, o aumento dos investimentos se destacou nos últimos meses.

Os gastos com a formação bruta de capital fixo aumentaram de modo considerável no terceiro trimestre de 2004. Adicionalmente, a revisão dos dados das contas nacionais ratificou patamar mais elevado para a variável nos dois primeiros trimestres do ano. De qualquer maneira, mesmo com a incorporação desses indicadores favoráveis de investimento, as diversas medidas de hiato do produto acompanhadas pelo Banco Central do Brasil continuam mostrando tendência de redução da ociosidade em termos agregados. Em um ambiente de elevada utilização da capacidade instalada, a trajetória da inflação dependerá marcadamente dos desenvolvimentos correntes e prospectivos da ampliação da oferta de bens e serviços, para o adequado atendimento da demanda em expansão.

O desempenho recente das operações de crédito do sistema financeiro refletiu a continuidade do crescimento do ritmo da atividade econômica e o aumento da procura sazonal de recursos pelo setor produtivo, condicionado pelo crescimento das atividades relacionadas às vendas de fim de ano e pela dinamização dos negócios associados ao plantio agrícola. Em relação ao custo do crédito, o comportamento das taxas ativas, praticadas pelas instituições financeiras, refletiu o processo de elevação da taxa Selic, iniciado em setembro. A evolução dos juros de mercado evidenciou, ainda, o avanço marginal nas operações de crédito a prazos mais curtos, consistente com a sazonalidade do período, pactuadas a taxas de juros mais elevadas.

Os resultados fiscais continuam favoráveis em todos os segmentos do setor público, situando-se em níveis compatíveis com as metas fiscais fixadas para o ano. A elevação no superávit primário acumulado no ano nas três esferas de governo, principal determinante do resultado global, foi sustentada pelo aumento da arrecadação, sobretudo decorrente do nível de atividade, e pela redução de gastos de pessoal e encargos, em contexto de aumento de despesas de custeio e de investimento. Ressalte-se que a relação dívida líquida/PIB atingiu, em novembro, o valor mais reduzido desde junho de 2001, refletindo, ainda, a apreciação do real e a retomada do crescimento da economia.

O superávit em transações correntes continua influenciado pelo desempenho da balança comercial, que registrou superávit de US\$30,2 bilhões até novembro, e pelos ingressos relativos às transferências unilaterais correntes, que alcançaram US\$3 bilhões nesse período. Mesmo com a elevação das remessas líquidas na conta de rendas, o País obteve superávit em transações correntes de US\$10,4 bilhões, ante US\$3,7 bilhões no mesmo período de 2003. Considerando o resultado acumulado em doze meses encerrados em novembro, o saldo positivo em transações correntes totalizou US\$10,7 bilhões.

A expectativa para 2005 é de um ritmo menor no crescimento das exportações. Por outro lado, a retomada da atividade econômica e o conseqüente crescimento observado nas importações, ao longo deste ano, são comportamentos compatíveis com a projeção de superávit comercial de US\$25 bilhões para 2005, inferior ao patamar de 2004, devido à variação mais acentuada das importações em relação às exportações.

Os fluxos de investimentos estrangeiros diretos líquidos apresentaram recuperação, e seu comportamento

recente confirma as estimativas para o ano. Em 2005, a perspectiva é de que o ingresso de investimentos estrangeiros diretos atinja US\$14 bilhões. O comportamento recente dos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos e a evolução esperada para as taxas de rolagem do setor privado contribuem para a expectativa positiva quanto às contas externas. Esse ambiente permite manter perspectivas de financiamento favoráveis para o balanço de pagamentos brasileiro ao longo do próximo ano, mesmo com a esperada redução nas reservas internacionais brutas, conseqüência, principalmente, das amortizações dos empréstimos junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI).

A trajetória da inflação nos últimos meses foi favorecida pela continuidade da apreciação cambial e, principalmente, pelo comportamento dos preços da alimentação, em particular dos produtos *in natura*, que registraram acentuada redução. Não obstante, indicadores como o índice de difusão e, sobretudo, os núcleos de inflação revelam movimento inflacionário persistente, caracterizado pela ampliação do movimento de alta de preços entre os diversos segmentos.

Embora a evolução desse quadro nos próximos meses contemple a redução expressiva de riscos advindos do mercado internacional de petróleo, no cenário interno alguns fatores suscitam apreensão. O primeiro está associado à diferença observada no comportamento dos preços dos produtos industriais no atacado e no varejo, expresso por uma taxa de repasse inferior à assinalada em períodos recentes. O segundo decorre do aumento sazonal de demanda em dezembro, intensificada, neste ano, pelo elevado patamar da atividade econômica. Adicionalmente, vislumbram-se, para os próximos meses, fatores que tendem a pressionar os índices de preços, ainda que temporariamente. 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.

A previsão central associada ao cenário de referência para a inflação de 2004 indica um valor de 7,4%. A trajetória para a inflação acumulada em doze meses em 2005 mostra tendência de redução, partindo de 7,1% no primeiro trimestre e fechando o ano em 5,3% – valor acima do objetivo de 5,1% adotado pelo Copom para a inflação de 2005. No cenário de referência, a projeção da inflação para 2006 é de 4%. O cenário de mercado, considerando as expectativas dos agentes coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco

Central do Brasil para taxas de juros e câmbio, apresenta previsão para a inflação acumulada em 2004 igual à do cenário de referência (7,4%), de 6,3% para 2005, e de 5,0% para 2006. De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB, previsto para 2004, é de 5%, 0,6 p.p. maior do que o projetado no “Relatório de Inflação” de setembro e, para 2005, prevê-se um crescimento de 4%.

O crescimento da economia brasileira no terceiro trimestre de 2004 e no início do quarto trimestre ocorreu em ritmo menos intenso do que em etapas anteriores do ciclo de expansão em curso desde meados de 2003, conforme evidenciado pelas Contas Nacionais Trimestrais e por indicadores econômicos setoriais. A acomodação no ritmo da atividade econômica, após períodos com níveis de produção bastante elevados – ou recordes, em vários dos indicadores observados – é um processo esperado, haja vista o arrefecimento dos fatores que determinaram a recuperação inicial, como o aumento do crédito e a expansão das exportações. Além disso, avanços marginais no nível de atividade passam a requerer maior esforço à medida que a utilização da capacidade produtiva atinge patamares mais elevados.

A desaceleração no ritmo de expansão da economia contribui para a sustentabilidade do processo de crescimento em curso desde o segundo semestre de 2003. Nesse sentido, registre-se que o nível de utilização da capacidade produtiva cresceu em ritmo menor no período agosto-outubro, relativamente ao trimestre anterior. Ainda nesse contexto, deve-se ressaltar a evolução recente da demanda por investimento, que se constituiu no principal determinante do crescimento do PIB no terceiro trimestre do ano, sugerindo a intensificação do processo de expansão da capacidade produtiva das empresas.

Os indicadores relativos ao mercado de trabalho continuam refletindo ganhos importantes, decorrentes da retomada do crescimento econômico. A criação de empregos em ritmo acentuado é confirmada por estatísticas do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) e de institutos de pesquisa. Particularmente na indústria, o aumento expressivo das horas extras observado nos estágios iniciais do processo de expansão da atividade tem sido revertido, nos últimos meses, em geração de novos postos de trabalho.

As perspectivas relativas à evolução do setor agropecuário permanecem favoráveis, na medida em que, paralelamente ao dinamismo observado na produção de carnes e derivados, os primeiros prognósticos para a próxima safra sinalizam colheita recorde de grãos.

1.1 Vendas no varejo

As vendas do comércio varejista mantiveram-se estáveis, em nível historicamente elevado, no terceiro trimestre e no início do quarto trimestre de 2004, após apresentarem crescimento expressivo desde meados de 2003. Destaque-se, no período, o desempenho positivo de setores cujas vendas estão condicionadas principalmente à evolução da renda, como alimentos e bebidas, enquanto segmentos mais sensíveis às condições de crédito mostraram acomodação. Ressalte-se que a evolução recente de fatores determinantes do fluxo de vendas, em especial a continuidade de expansão da massa salarial e o comportamento das expectativas dos consumidores, delineia perspectivas favoráveis para o setor no final do ano.

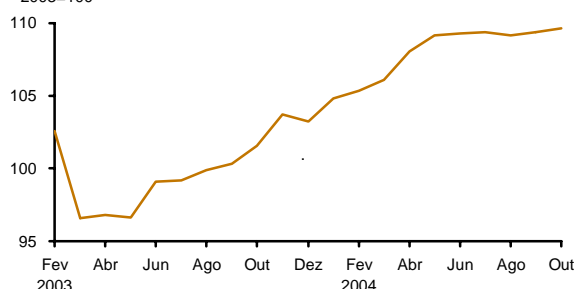
Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Índice de Volume de Vendas no Varejo aumentou 0,1% no trimestre encerrado em outubro, ante o trimestre anterior, considerada a série dessazonalizada. O arrefecimento do comércio resultou da desaceleração das vendas em praticamente todos os segmentos do setor, movimento bem caracterizado pela evolução das médias móveis trimestrais, com destaque para móveis e eletrodomésticos.

Por unidade da Federação, registrou-se, no trimestre encerrado em outubro, expansão no volume de vendas no varejo em 13 das 27 unidades pesquisadas. As maiores elevações, em relação ao trimestre encerrado em julho, ocorreram no Amapá, 4,8%; e em Mato Grosso, 2,3%, considerados dados dessazonalizados. As unidades que apresentaram quedas mais expressivas, na mesma base de comparação, foram Tocantins, 6,2%; e Goiás, 3,1%. Ressalte-se que, consideradas as vendas acumuladas até outubro, ante mesmo período de 2003, todas as unidades da Federação apresentaram resultado positivo, excetuando-se Roraima, com queda de 9%. As maiores taxas de crescimento ocorreram em Rondônia, 25,8%, e em Mato Grosso, 23,1%.

A Receita Nominal de Vendas expandiu-se 11,9% no ano até outubro, em relação ao mesmo período de 2003.

Índice de Volume de Vendas no Varejo

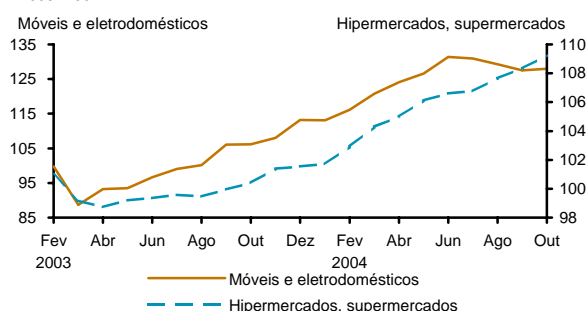
Dados dessazonalizados
2003=100



Fonte: IBGE

Índice de Volume de Vendas no Varejo

Dados dessazonalizados
2003=100



Fonte: IBGE

Índice de Volume de Vendas no Varejo – Brasil

Variação percentual

Discriminação	2004					
	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out
No mês^{1/}						
Comércio varejista	1,0	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,3
Combustíveis e lubrificantes	-1,0	0,8	-0,1	-2,5	1,4	-0,7
Hipermercados e supermercados	1,1	0,5	0,1	0,8	0,6	0,8
Tecidos, vestuário e calçados	4,9	1,3	-2,5	-7,1	6,4	-2,7
Móveis e eletrodomésticos	2,0	3,8	-0,4	-1,3	-1,4	0,4
Automóveis e motocicletas	8,2	1,1	0,7	-1,1	4,9	-1,9
Trimestre/trimestre anterior^{1/}						
Comércio varejista	3,2	3,3	2,6	1,4	0,4	0,1
Combustíveis e lubrificantes	2,3	0,6	-0,1	-1,1	-1,1	-1,7
Hipermercados e supermercados	3,0	2,8	2,3	1,8	1,6	1,8
Tecidos, vestuário e calçados	1,5	2,8	4,7	-0,2	-2,9	-5,3
Móveis e eletrodomésticos	8,5	9,2	7,8	5,4	1,4	-1,1
Automóveis e motocicletas	3,0	5,8	9,1	6,3	4,9	2,3

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Índice de Vendas no Varejo – Brasil

Outubro de 2004

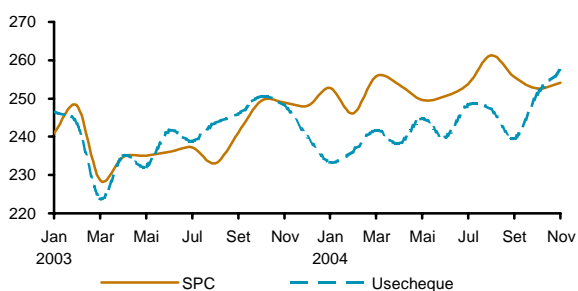
Discriminação	Variação % acumulada no ano		
	Receita nominal	Volume	Preços
Comércio varejista	11,9	9,3	2,4
Combustíveis e lubrificantes	0,8	5,3	-4,3
Hipermercados e supermercados	10,1	6,7	3,2
Tecidos, vestuário e calçados	13,8	5,2	8,2
Móveis e eletrodomésticos	29,1	27,6	1,2
Automóveis e motocicletas	26,5	17,8	7,4

Fonte: IBGE

Indicadores de comércio varejista

Dados dessazonalizados

1992=100



Fonte: ACSP

Esse resultado decorreu da combinação de aumentos de 9,3% no volume de vendas e de 2,4% nos preços do varejo. Ressalte-se que a média dos preços nos primeiros dez meses de 2004, em relação à de igual período de 2003, aumentou 6,4%, segundo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), do IBGE. Todos os setores apresentaram, no período, variação da receita nominal superior à variação média do IPCA, à exceção de combustíveis e lubrificantes, destacando-se móveis e eletrodomésticos, 29,1%; automóveis e motocicletas, 26,5%; e tecidos, vestuário e calçados, 13,8%.

Outros indicadores relacionados ao comércio também mostraram maior dinamismo em setores cujo desempenho está relacionado à renda dos trabalhadores, em comparação a setores mais ligados às condições de crédito. De acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), o número de consultas ao Serviço de Proteção ao Crédito (SPC), indicador de compras a prazo e de maior valor agregado, apresentou elevação mensal de 0,5% em novembro de 2004; e o Usecheque, indicador de compras à vista e de menor valor, cresceu 2,5% no mesmo período, nas séries dessazonalizadas. Ressalte-se que a paralisação dos bancários, sobretudo em setembro, pode ter afetado esses resultados.

Os indicadores de inadimplência apresentaram crescimento no final do terceiro trimestre e no início do quarto trimestre de 2004, mas mantiveram-se estáveis em relação aos níveis registrados nos mesmos períodos do ano anterior. A relação entre cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados, após registrar 5,9% em outubro, a taxa mais alta do ano, recuou para 5,3% em novembro. A taxa média relativa aos primeiros onze meses do ano atingiu 5,4%, mantendo-se no patamar assinalado no período correspondente do ano anterior. A evolução do indicador nacional da Teledata, que também reflete a relação entre cheques devolvidos e recebidos, ratifica a tendência de estabilidade, tendo alcançado 2,5%, na média do ano corrente até outubro, ante 2,4%, no mesmo período de 2003.

Estatísticas da ACSP relativas ao segundo semestre de 2004 mostraram tendência de queda da inadimplência na Região Metropolitana de São Paulo. Nos primeiros onze meses do ano, a taxa média líquida em São Paulo alcançou 4,9%, ante 5,5% no mesmo período de 2003. Em novembro, a taxa líquida atingiu 3,8%, ante 4,1% e 4,4%, nos meses imediatamente anteriores.

Indicadores de inadimplência

Discriminação	Taxa						
	2004						
	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Ano ^{1/}
SPC (SP) ^{2/}	4,3	3,3	3,9	4,4	4,1	3,8	4,9
Cheques devolvidos ^{3/}	5,1	5,1	5,0	5,4	5,9	5,3	5,4
Telecheque (RJ) ^{4/}	2,1	2,0	2,0	2,1	2,5	...	2,3
Telecheque (Nacional) ^{4/ 5/}	2,1	2,1	2,3	2,3	2,7	...	2,5

Fonte: ACSP, Bacen e Teledata

1/ Média no ano.

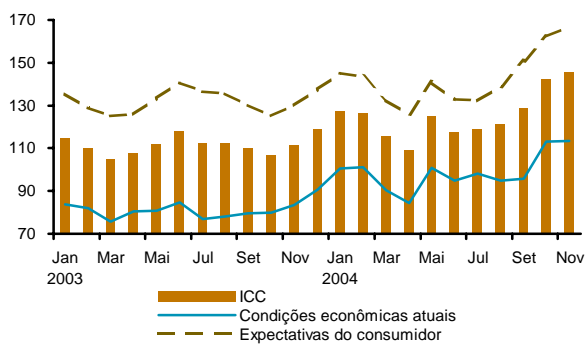
2/ Novos registros (-) registros cancelados/consultas realizadas (t-3).

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 Confiança do Consumidor



Fonte: Fecomercio SP

Os resultados das pesquisas sobre as expectativas dos consumidores revelaram crescimento expressivo do otimismo nos últimos meses de 2004. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), registrou aumento de 16,6% no trimestre encerrado em novembro de 2004, em relação ao trimestre imediatamente anterior. Vale destacar que o ICC apresentou, em novembro, o maior valor da série, iniciada em junho de 1994. Por componentes, o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), que representa 60% do índice geral, cresceu 18,8%, também registrando o maior nível da série histórica. O Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea), o outro componente do índice geral, expandiu-se 12%, atingindo o maior valor desde abril de 1997.

O IEC, divulgado pela Federação de Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomercio RJ), registrou tendência de manutenção do otimismo do consumidor carioca em patamar elevado, similar ao observado pelo indicador paulista. O IEC apresentou crescimento de 5,4% na média do trimestre encerrado em novembro, em relação ao trimestre encerrado em agosto, e de 12,3% no acumulado do ano até novembro de 2004, comparativamente ao mesmo período do ano anterior. Destaque-se que tanto o indicador geral como os seus componentes – Índice de Situação Financeira Presente e Índice de Expectativas Financeiras – alcançaram, em novembro, o maior nível de 2004.

1.2 Produção

Agropecuária

A produção agropecuária cresceu 5,6% nos nove primeiros meses do ano, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, e 4,9% no terceiro trimestre de 2004, ante igual período de 2003, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. O resultado do ano apresentado pela lavoura foi influenciado favoravelmente pelos desempenhos da orizicultura, da cafeicultura e do setor sucroalcooleiro, enquanto o resultado do terceiro trimestre refletiu, além da expansão da cultura de cana-de-açúcar, os aumentos da produção de algodão e mandioca. Ressalte-se que a expansão da lavoura não foi maior neste ano devido aos resultados negativos de produtos relevantes como soja, feijão, milho, e trigo. Tais desempenhos decorreram, basicamente, de adversidades climáticas. A pecuária seguiu contribuindo, de modo expressivo, para o aumento do produto do setor primário. A ampliação das exportações de carnes

e derivados tem sido fator preponderante para o dinamismo apresentado pelo setor.

Com relação à próxima safra, os prognósticos mostram-se favoráveis, apontando significativo crescimento da colheita de grãos de importantes produtos, como milho e feijão, sobretudo na primeira safra, e, especialmente, de soja, que deverá repetir o excelente desempenho de 2003.

Produção da lavoura

Produção agrícola

Discriminação	Em mil toneladas		Variação (%)
	Produção		
	2003	2004 ^{1/}	
Produção de grãos	123 632	119 337	-3,5
Caroço de algodão	1 451	2 355	62,3
Arroz (em casca)	10 320	13 337	29,2
Feijão	3 310	2 999	-9,4
Milho	47 988	41 873	-12,7
Soja	51 482	49 205	-4,4
Trigo	6 029	5 962	-1,1
Outros	3 052	3 607	18,2
Outras culturas			
Banana	6 775	6 593	-2,7
Batata-inglesa	3 047	2 883	-5,4
Cacau (amêndoas)	170	177	4,5
Café (beneficiado)	1 997	2 454	22,9
Cana-de-açúcar	389 849	411 010	5,4
Cebola	1 194	1 133	-5,1
Fumo (em folhas)	656	928	41,5
Laranja	16 903	18 263	8,0
Mandioca	22 147	24 230	9,4
Tomate	3 694	3 395	-8,1

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

Segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, relativo a outubro, a produção total de grãos no ano-safra 2003/2004 situou-se em 119,3 milhões de toneladas, volume 3,5% inferior à safra anterior. Essas estimativas estão bem próximas às do último levantamento do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (Mapa), realizado por meio da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab) que apontou 119,31 milhões de toneladas. As culturas de segunda e terceira safras foram encerradas e as de inverno estão praticamente em final de colheita.

A produção de milho alcançou 41,9 milhões de toneladas, com decréscimo de 12,7% em relação ao ano-safra 2003, ocorrendo reduções na área plantada e no rendimento médio, de 4% e 9%, respectivamente. A decisão de diminuir a área plantada refletiu o declínio nas cotações internacionais do produto, em virtude da previsão de aumento na safra norte-americana, e o crescimento nos custos de produção.

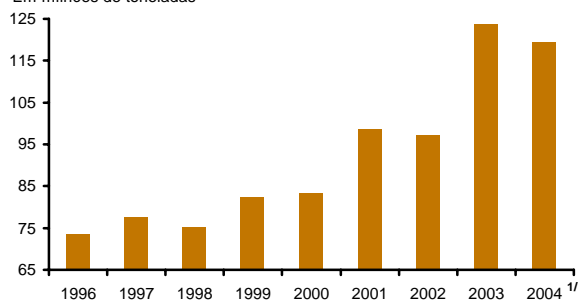
A colheita de soja totalizou 49,2 milhões de toneladas, com contração de 4,4% em relação à anterior, não obstante a expansão de 16,4% na área plantada. A redução de 17,9% na produtividade média esteve associada às adversidades climáticas, sobretudo nos estados do Paraná e Mato Grosso.

Em relação ao trigo, principal cultura de inverno, a produção deverá alcançar 6 milhões de toneladas, com decréscimo de 1,1% em relação à do período anterior. No Paraná, principal estado produtor, cujo volume colhido deverá atingir 3 milhões de toneladas, a irregularidade climática propiciou o surgimento de doenças, prejudicando a evolução adequada da cultura.

A produção nacional de feijão alcançou 3 milhões de toneladas, com redução de 9,4%, em relação à de 2003. Contribuíram para esse resultado as baixas cotações no

Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE

1/ Previsão.

mercado interno, os altos custos da produção, além das condições climáticas desfavoráveis e da migração de produtores para o plantio de soja.

A produção de café deverá situar-se em 2,5 milhões de toneladas, 22,9% superior à de 2003. Fatores positivos como o ano de ciclo de alta do grão e o clima favorável, em estados como Minas Gerais e Espírito Santo, contribuíram para esse crescimento.

A produção de cana-de-açúcar totalizou 411 milhões de toneladas, em 2004, acréscimo de 5,4% em relação à safra anterior. Ocorreram expansões na área plantada e na produtividade média, de 4,4% e 1%, respectivamente.

Pecuária

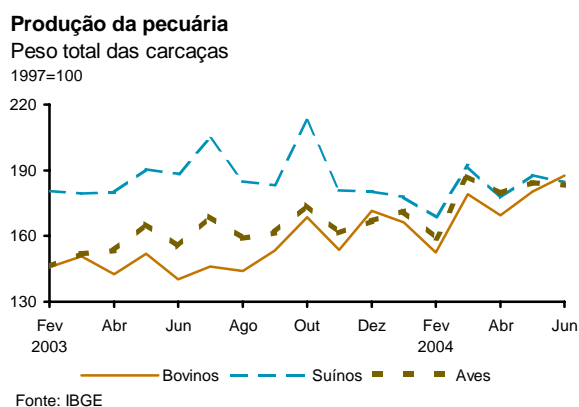
Segundo a Pesquisa Trimestral de Abate de Animais, divulgada pelo IBGE, o peso total das carcaças de bovinos abatidos alcançou 1,5 milhão de toneladas no segundo trimestre de 2004, 23,6% superior ao do mesmo trimestre de 2003. Considerando-se a série dessazonalizada, registrou-se acréscimo de 11,3% em relação ao período de janeiro a março de 2004. As vendas externas, no período de agosto a outubro, alcançaram 276 mil toneladas, com expansão de 70,6%, ante as efetuadas no mesmo período de 2003.

Em relação à avicultura, foram abatidas 1,8 milhão de toneladas de aves no segundo trimestre de 2004, representando aumento de 15,4% em relação ao trimestre abril-junho de 2003. Em referência ao trimestre imediatamente anterior, o crescimento atingiu 5,9%, considerando dados dessazonalizados. O volume exportado alcançou 682,1 mil toneladas no trimestre agosto-outubro, 26,2% superior ao do mesmo trimestre de 2003.

A produção de suínos atingiu 467,8 mil toneladas no trimestre abril-junho de 2004, 1,5% inferior à registrada em igual período de 2003. Em relação ao trimestre imediatamente anterior, o declínio alcançou 0,1%, segundo dados dessazonalizados. No que se refere às exportações, somaram 142,4 mil toneladas no período de agosto a outubro, 6,4% superiores às de igual trimestre de 2003.

Expectativas para a safra 2004/2005

A produção de grãos deverá registrar patamar recorde de 134 milhões de toneladas na safra 2004/2005,



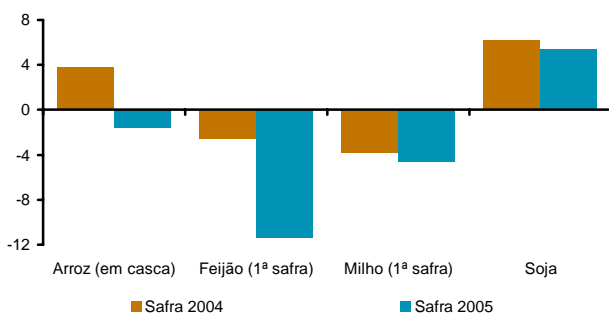
Perspectivas para a safra em 2005

Discriminação	Produção	Variação percentual	
		Área	Rendimento médio
Produção de grãos	12,3	2,3	9,8
Algodão herbáceo (em caroço)	-5,5	-5,2	-0,3
Arroz (em casca)	-4,7	-0,4	-4,3
Feijão (1ª safra)	4,2	-2,1	6,4
Milho (1ª safra)	4,9	-0,4	5,3
Soja	28,2	5,7	21,3
Outras culturas			
Batata-inglesa (1ª safra)	-3,1	-2,6	-0,5
Cebola	-3,2	-1,6	-1,6
Cana-de-açúcar	-1,1	0,2	-1,3
Fumo (em folhas)	5,1	4,4	0,6
Mandioca	4,8	3,0	1,7

Fonte: IBGE

Área plantada – 1º levantamento

Variação percentual



Fonte: IBGE

Produção industrial

Discriminação	Variação percentual			
	2004			
	Jul	Ago	Set	Out
Indústria geral				
No mês ^{1/}	0,6	1,0	-0,2	-0,4
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	3,9	2,9	2,3	1,3
Mesmo mês do ano anterior	10,6	13,4	7,4	2,7
Acumulado no ano	8,6	9,3	9,0	8,3
Acumulado em 12 meses	5,5	6,9	7,2	7,4
Indústria de transformação				
No mês ^{1/}	0,5	0,7	-0,1	-1,0
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	3,7	2,7	2,0	0,8
Mesmo mês do ano anterior	10,8	13,7	7,5	2,5
Acumulado no ano	9,0	9,6	9,4	8,6
Acumulado em 12 meses	5,6	7,1	7,4	7,6
Extrativa mineral				
No mês ^{1/}	0,5	1,6	0,4	0,0
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	1,8	3,0	2,8	2,6
Mesmo mês do ano anterior	7,2	7,4	6,3	6,1
Acumulado no ano	2,6	3,2	3,6	3,8
Acumulado em 12 meses	3,6	4,0	4,1	4,3

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

com crescimento de 12,3% em relação ao ano-safra 2003/2004, de acordo com o primeiro prognóstico efetuado pelo IBGE. Esse resultado é superior ao obtido no primeiro levantamento de intenção de plantio da safra 2004/2005, realizado pela Conab, que projetou a produção de grãos em 129,9 milhões de toneladas.

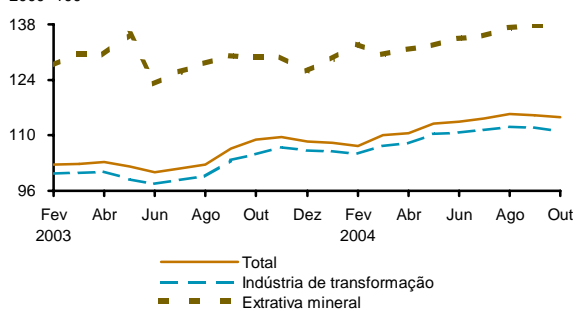
A maior contribuição para esse crescimento decorre da estimativa de expansão da safra de soja, para 63,1 milhões de toneladas, 28,2% superior à safra 2003/2004. Esse resultado está associado, fundamentalmente, à recuperação da produção nos estados das regiões Sul e Centro-Oeste, afetada pelas adversidades climáticas em 2004. A estimativa prevê aumento de 5,7% na área cultivada e de 21,3% na produtividade. Fatores como a elevada liquidez do produto e os preços pouco atraentes da cultura de milho contribuem para a expectativa de recuperação, não obstante o aumento dos custos de produção e a contração do preço internacional da *commodity*.

Produção industrial

Após atingir sucessivos níveis recordes de produção, a atividade industrial mostrou acomodação no trimestre agosto-outubro. Segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção do setor registrou taxas de crescimento de 1,3% e de 3,9% nos trimestres encerrados em outubro e em julho, respectivamente, ante os trimestres imediatamente anteriores. A moderação do ritmo de expansão da indústria pode também ser observada pela análise da difusão das taxas de crescimento. Nesse sentido, nos sete primeiros meses do ano, em média, 69% das 23 atividades industriais com séries ajustadas sazonalmente apresentaram taxas mensais positivas, percentual reduzido para 52% em agosto e em setembro e para 35% em outubro.

O menor dinamismo da expansão industrial apresenta-se em conformidade com as expectativas delineadas para a evolução do setor, haja vista o arrefecimento gradativo de fatores que vêm impulsionando a indústria desde o início do ciclo de recuperação, como a expansão do crédito e o aumento das exportações. Note-se que, mesmo em menor intensidade, esses fatores deverão seguir contribuindo para a manutenção da tendência de crescimento da produção industrial, agora também impulsionada pelos aumentos da massa salarial e dos fluxos de investimentos.

Produção industrial
Dados dessazonalizados
2000=100



Fonte: IBGE

Produção industrial por categoria de uso

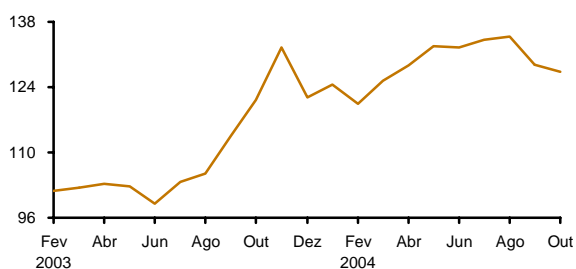
Discriminação	Variação percentual			
	2004			
	Jul	Ago	Set	Out
No mês^{1/}				
Produção industrial	0,6	1,0	-0,2	-0,4
Bens de capital	1,1	0,6	-4,4	-1,3
Bens intermediários	2,2	0,2	-0,3	-0,1
Bens de consumo	0,0	0,4	0,7	-1,0
Duráveis	0,9	2,3	-2,0	-2,3
Semi e não duráveis	-0,5	-0,3	1,5	-1,1
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Produção industrial	3,9	2,9	2,3	1,3
Bens de capital	6,7	3,8	1,0	-2,1
Bens intermediários	3,8	3,2	3,1	1,5
Bens de consumo	2,5	1,9	1,4	0,8
Duráveis	9,4	8,5	5,2	1,8
Semi e não duráveis	1,3	0,4	0,2	0,0
No ano				
Produção industrial	8,6	9,3	9,0	8,3
Bens de capital	25,6	26,3	24,9	21,8
Bens intermediários	7,2	7,7	7,6	7,3
Bens de consumo	7,1	7,8	7,7	7,0
Duráveis	24,2	25,7	24,7	22,6
Semi e não duráveis	3,3	3,8	4,0	3,5

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Produção industrial
Bens de capital

Dados dessazonalizados
2000=100



Fonte: IBGE

A incorporação do crescimento de 1,3% da produção industrial relativo ao trimestre agosto-outubro, ante o trimestre imediatamente anterior, às taxas registradas nos meses anteriores resulta em expansão acumulada de 8,3% da produção industrial no ano até outubro, em relação a igual período de 2003. Esses resultados deveram-se, principalmente, ao desempenho da indústria de transformação, que registrou crescimento de 0,8% na comparação trimestral e de 8,6% no ano. A trajetória das atividades de extração tornou-se mais consistente apenas nos últimos meses – a indústria extrativa cresceu 2,6% no trimestre agosto-outubro ante o período imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal, e 3,8% no acumulado do ano.

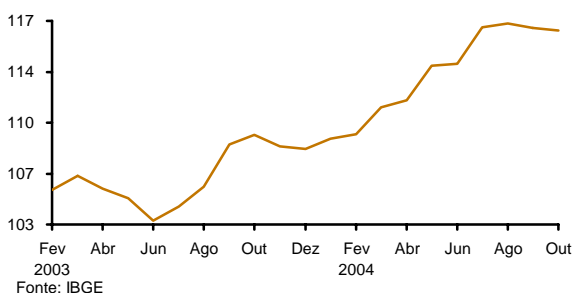
Apesar de o movimento de acomodação ser aparente para a média da indústria, poucos segmentos industriais assinalaram desaceleração mais acentuada no último trimestre. Entre os 22 gêneros da indústria de transformação, na série com ajuste sazonal, sete apresentaram queda de produção no trimestre agosto-outubro ante o período anterior. Entre esses, estão os segmentos que vinham apresentando expansão acima da média da indústria, como fumo, aparelhos e materiais elétricos, material eletrônico, outros equipamentos de transporte e mobiliário. Por outro lado, alguns dos segmentos de maior dinamismo em 2004, como veículos automotores e máquinas e equipamentos, mantiveram o vigor e seguiram se destacando no trimestre encerrado em outubro em relação ao período anterior.

A análise por categorias de uso revela a continuidade do dinamismo da produção de bens de consumo durável, com expansão de 1,8% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao trimestre maio-julho. A produção de bens intermediários aumentou 1,5%, a de bens de consumo semidurável e não durável manteve-se estável. Na mesma base de comparação, a produção de bens de capital mostrou redução de 2,1%.

Ressalte-se que, apesar de a produção de bens de consumo semidurável e não durável ter se mantido estável no trimestre agosto-outubro ante o trimestre anterior, segmentos importantes, sensíveis à elevação da renda, mostraram desempenho positivo, como alimentos, 0,6%; bebidas, 6,2%; vestuário, 2,3%; e calçados, 1,5%, de acordo com dados com ajuste sazonal. Em contrapartida, os subsetores de perfumaria e fumo apresentaram retração no trimestre, de 2,4% e de 6,2%, respectivamente.

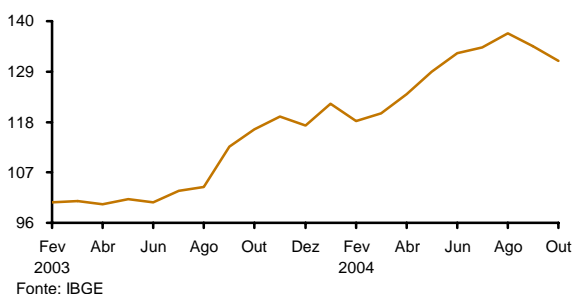
Produção industrial

Bens intermediários
Dados dessazonalizados
2000=100



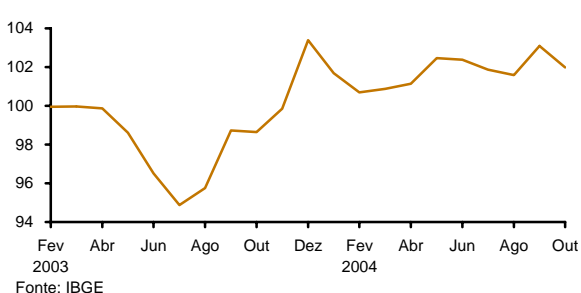
Produção industrial

Bens de consumo duráveis
Dados dessazonalizados
2000=100



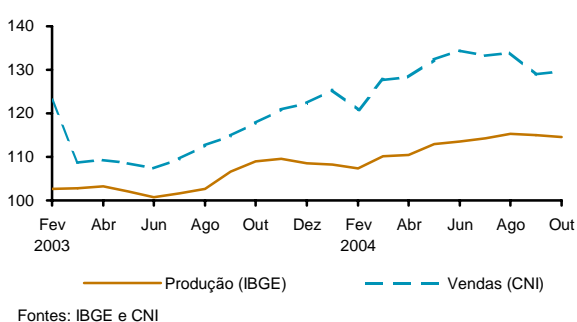
Produção industrial

Bens de consumo semi e não duráveis
Dados dessazonalizados
2000=100



Produção e vendas industriais

Dados dessazonalizados
2000=100



As vendas industriais reais também sugerem a acomodação da atividade no setor, tendo apresentado contração de 1,8% no trimestre agosto-outubro, ante o trimestre encerrado em julho, segundo estatísticas da Confederação Nacional da Indústria (CNI), considerando dados dessazonalizados. No ano, as vendas reais acumularam elevação de 15,4%.

O vigor da atividade fabril tem se traduzido em resultados favoráveis no mercado de trabalho industrial. A evolução dos dados divulgados pela CNI mostra o padrão esperado, no qual ocorre, inicialmente, o aumento do número de horas trabalhadas por meio do recurso às horas extras, e, depois, diante da consolidação da expansão econômica, a contratação de novos empregados. A evolução das horas trabalhadas cresceu 2% na comparação dos trimestres encerrados em outubro e em julho, em termos dessazonalizados, enquanto os crescimentos do número de empregados e da massa real de salários atingiram 2,6% e 2,9%, respectivamente, na mesma base de comparação. No acumulado do ano, as horas trabalhadas aumentaram 5,3%, o emprego industrial, 2,8%, e a massa salarial da indústria, 8,7%.

Dados da Fundação Centro de Estudos de Comércio Exterior (Funcex), indicam o arrefecimento das exportações industriais nos últimos meses. As vendas externas de produtos semimanufaturados recuaram 14,1% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao período anterior, e as exportações de manufaturados 0,2% na mesma base de comparação, desempenho significativamente inferior aos registrados nos primeiros trimestres do ano, segundo dados dessazonalizados. Apesar do arrefecimento na margem, esses segmentos apresentam crescimento no ano de 7% e 22,9%, respectivamente, até outubro.

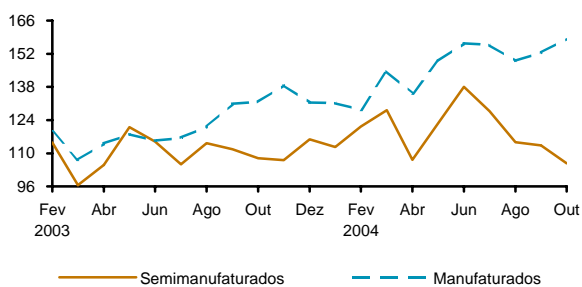
De acordo com a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção da indústria automobilística cresceu 20,8% até novembro, ante igual período do ano anterior, mantendo-se estável na comparação entre os trimestres encerrados em novembro e em agosto, de acordo com dados dessazonalizados. As vendas internas e externas registraram recuo, nesse trimestre, de 3% e 7,5%, respectivamente.

O nível médio de utilização da capacidade industrial instalada alcançou 85,3% em outubro, de acordo com dados divulgados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), ajustados sazonalmente. Entre as categorias de uso, a de bens intermediários continuou a apresentar a maior ocupação,

Exportações industriais – Quantum

Dados dessazonalizados

2002=100



Fonte: Funcex

Indústria automobilística – Produção e vendas

Variação percentual

Discriminação	2004				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
No mês^{1/}					
Produção de autoveículos	6,7	3,5	-1,7	-4,7	1,5
Vendas totais	5,8	0,2	-2,9	-6,1	1,6
Mercado interno	3,2	-1,3	0,8	-5,4	-0,9
Exportações	-0,8	14,8	-18,4	5,7	0,2
Trimestre/trimestre anterior^{1/}					
Produção de autoveículos	8,7	12,2	13,5	6,9	0,0
Vendas totais	9,1	19,1	17,2	4,7	-4,5
Mercado interno	5,6	12,1	10,2	2,4	-3,0
Exportações	15,4	31,0	22,6	11,4	-7,5
No ano					
Produção de autoveículos	17,9	21,4	21,9	20,9	20,8
Vendas totais	18,8	21,5	21,1	19,3	18,3
Mercado interno	21,6	23,1	22,8	20,1	18,1
Exportações	12,3	17,9	17,1	17,3	18,8

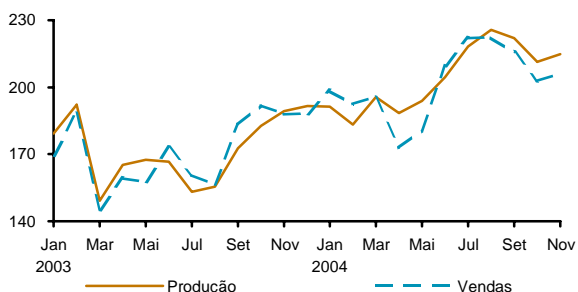
Fonte: Anfavea

1/ Dados dessazonalizados.

Produção automobilística

Dados dessazonalizados

1992=100



Fonte: Anfavea

88,6%, mas o maior avanço em relação a julho, da ordem de 2,5 p.p., ocorreu nas indústrias produtoras de material de construção, com o nível de utilização atingindo 83,7%. O nível de utilização na categoria bens de capital recuou 2 p.p., situando-se em 80%, enquanto nos segmentos produtores de bens de consumo o nível de ocupação manteve-se estável em relação ao trimestre anterior, em 80,7%, patamar mais elevado desde o segundo trimestre de 1998.

A análise das séries dessazonalizadas por gêneros industriais revela maiores níveis de utilização nos segmentos borracha, 96,4%; perfumaria, sabões e velas, 95,2%; papel e papelão, 92,7%; metalúrgica, 91,8%; e têxtil, 89,2%. Ressalte-se, entretanto, que o nível de utilização em alguns desses segmentos recuou entre as pesquisas efetuadas em julho e em outubro. Registrou-se menor utilização nos setores metalúrgica, 0,3 p.p.; papel e celulose, 2 p.p.; e têxtil, 1,4 p.p.

O Índice de Confiança do Empresário Industrial (Icei), apurado pela CNI, atingiu 63,8 em outubro, avançando três pontos em relação a julho. No mesmo sentido, a Sondagem Conjuntural da FGV mostrou que, em outubro, 43% das empresas pesquisadas consideravam a situação dos negócios boa e 7%, fraca, enquanto em julho esses percentuais situavam-se em 33% e 11%, respectivamente. De acordo com a mesma pesquisa, as empresas estão com estoques ajustados e a intenção de contratar mantém-se em alta, resultado compatível com as expectativas do empresariado para os próximos seis meses, na medida em que 54% dos entrevistados esperam situação dos negócios ainda melhor e apenas 6% receiam que a conjuntura se deteriore.

Em síntese, os resultados da indústria sinalizam acomodação em patamares elevados, consolidando taxa de crescimento anual expressiva. A despeito dos resultados na margem, persiste a perspectiva de continuidade do crescimento da atividade fabril, em resposta, sobretudo, à expansão da demanda interna, que tem repercutido os aumentos da massa salarial, do volume de crédito e dos investimentos.

1.3 Mercado de trabalho

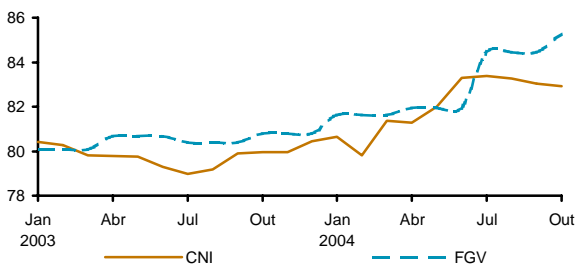
Emprego

A taxa de desemprego aberto manteve-se em trajetória descendente ao longo do segundo semestre, atingindo 10,5% em outubro, segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE. Embora a redução do

Utilização da capacidade instalada na indústria de transformação

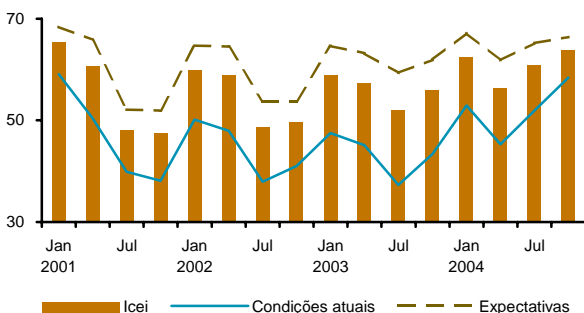
Dados dessazonalizados

Percentual médio



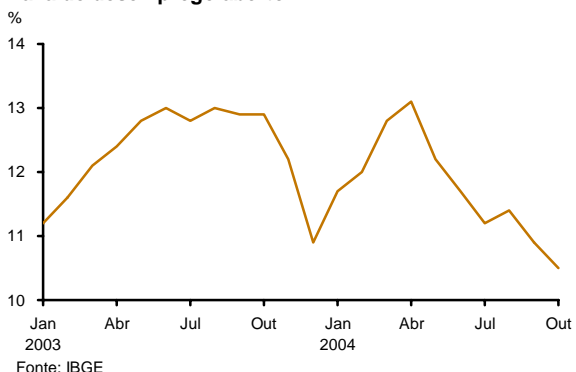
Fonte: CNI e FGV

Índice de Confiança do Empresário Industrial



Fonte: CNI

Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Ocupação por categoria

Discriminação	Variação percentual			
	2004			
	Jul	Ago	Set	Out
Total de ocupados	0,3	0,7	1,1	0,6
Categoria ocupacional				
Com carteira assinada	-0,3	0,4	1,1	0,7
Sem carteira assinada	-0,1	1,2	1,8	0,0
Trabalhadores não remunerados, militares e funcionários estatutários	4,0	0,9	-1,3	2,2
Por conta própria	2,2	1,6	1,3	-0,4
Empregadores	-1,4	-2,4	1,0	-2,7

Fonte: IBGE

desemprego esteja parcialmente influenciada pela sazonalidade favorável do segundo semestre, a intensidade de queda das taxas reflete, principalmente, o dinamismo da economia ao longo do ano e a conseqüente geração de novos postos de trabalho. Nesse sentido, a taxa de desemprego em outubro de 2004 é 2,4 p.p. inferior à de outubro do ano anterior. Adicionalmente, o crescimento médio do número de ocupados no trimestre agosto-outubro totalizou 94 mil pessoas, ante o ingresso de 48 mil pessoas na população economicamente ativa, no período.

Além do aumento na criação de empregos, identifica-se a melhoria da qualidade dos empregos gerados, como decorrência do maior grau de confiança do empresariado. Considerando as categorias de ocupação, ocorreram 181 mil contratações no segmento carteira assinada, 127 mil no de empregados sem carteira, e o ingresso de 96 mil trabalhadores no segmento por conta própria. Esse quadro sugere a reversão dos resultados assinalados pelas pesquisas até abril, nas quais as ocupações de caráter informal cresciam em níveis superiores às contratações com registro em carteira.

Em 2004, registraram-se crescimentos mensais recordes no número de vagas com carteira de trabalho assinada. De acordo com o MTE, observou-se, em todo o país, a criação de 1,8 milhão de postos de trabalho de janeiro a outubro, aproximadamente o dobro do verificado no mesmo período de 2003. A indústria de transformação proporcionou o maior número de vagas, 608,6 mil, ante 226,7 mil em 2003, superando o setor de serviços que, historicamente, figurava como o maior empregador e que respondeu por 488,6 mil novas vagas até outubro. Ainda no mesmo período, o comércio abriu 308,2 mil postos de trabalho, 87% a mais do que no ano anterior, seguido pela agropecuária, com 249,4 mil vagas. A construção civil ofertou 100 mil novas ocupações. Ressalte-se que esse setor deverá encerrar o ano com saldo positivo entre admissões e desligamentos, o que não ocorria desde 1997.

Considerando ainda a criação de emprego de janeiro a outubro deste ano relativamente a igual período de 2003, a análise geográfica evidencia concentração de 88% das novas contratações em doze estados¹, com os três maiores estados da região Sudeste (São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais) tendo sido responsáveis por 53,8% desse total. A geração de empregos no interior do país, comparativamente às regiões metropolitanas, tem constituído

1/ São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Paraná, Santa Catarina, Rio Grande do Sul, Bahia, Pernambuco, Ceará, Goiás, Mato Grosso e Pará.

Evolução do emprego formal

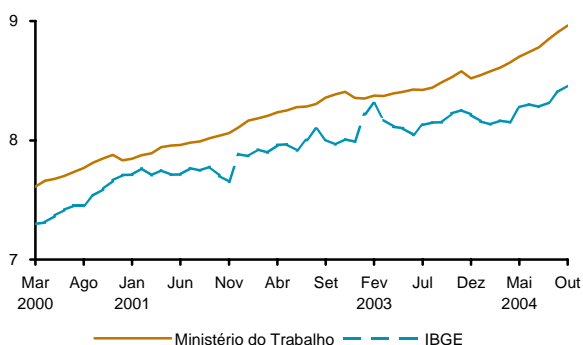
Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)				No ano
	2004				
	Jul	Ago	Set	Out	
Total	202,0	229,8	199,7	130,2	1 796,3
Indústria de transformação	56,0	72,2	101,1	53,0	608,6
Comércio	33,6	50,5	45,2	48,2	308,2
Serviços	42,7	74,0	58,9	46,2	488,6
Construção civil	10,7	18,8	8,5	1,3	99,8
Agropecuária	55,2	9,9	-15,8	-16,2	249,4
Serviços ind. de util. pública	0,9	1,7	0,7	-0,6	6,7
Outros ^{1/}	3,0	2,7	1,3	-1,6	34,9

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

Total de ocupados com carteira assinada

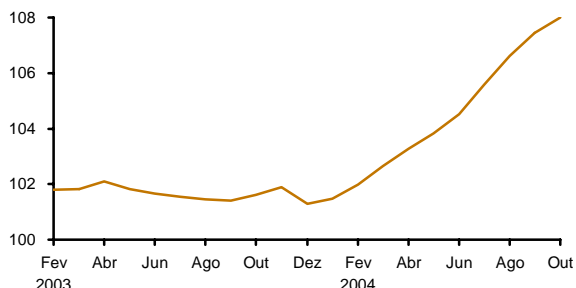
Em milhões



Emprego industrial

Dados dessazonalizados

2000=100

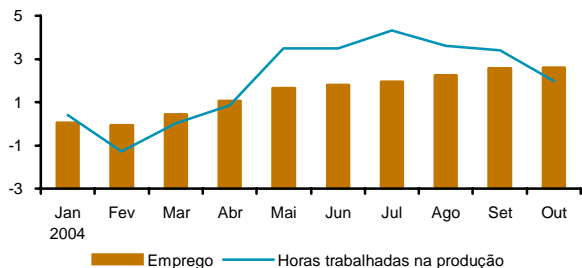


Fonte: CNI

Emprego e horas trabalhadas na indústria de transformação

Dados dessazonalizados

% média móvel trimestral



Fonte: CNI

forte característica desse ciclo recente de recuperação. Nesse sentido, as regiões metropolitanas dos doze estados em que ocorreu maior criação de postos de trabalho, de janeiro a outubro deste ano, proporcionaram a abertura de apenas 34,6% dessas vagas.

O acentuado crescimento do emprego formal em 2004 suscitou dúvidas, sobretudo nos primeiros meses do ano, quanto à representatividade dos dados do MTE. Contudo, sua comparação com os dados da PME, compatibilizados geograficamente e por categoria de emprego, evidencia a semelhança da evolução do emprego formal mensurado por ambas as fontes, tornando inequívoca a constatação da ampliação do emprego formal em 2004, em ritmo recorde. Outro questionamento sobre os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), referia-se à hipótese dessa recente recuperação estar influenciada pelo processo de formalização do emprego na agropecuária – setor em que, reconhecidamente, a precariedade das condições de trabalho é maior – em razão da intensificação de esforços da fiscalização. Essa hipótese perde consistência, no entanto, se considerado que a participação da agropecuária na geração de empregos manteve-se, em 2004, inferior a 14%, nível semelhante ao registrado em 2003.

O emprego na indústria de transformação seguiu apresentando desempenho favorável, conforme pesquisa da CNI junto a doze federações estaduais da indústria, registrando-se expansão de 2,6% no trimestre terminado em outubro, ante o trimestre encerrado em julho, segundo dados ajustados sazonalmente. De janeiro a outubro, o crescimento ante os primeiros dez meses de 2003 totalizou 2,8%, o melhor comportamento para a série iniciada em 1992, considerada a mesma base de comparação.

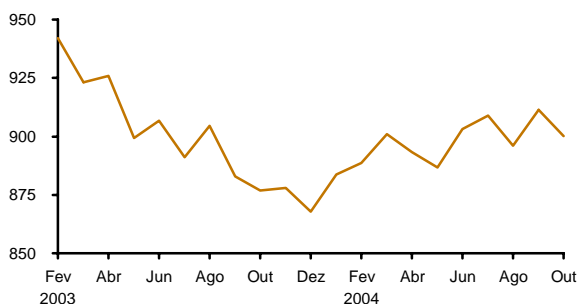
É relevante ressaltar um aspecto inerente às estatísticas da CNI, referente ao menor crescimento das horas trabalhadas relativamente à evolução do emprego industrial. Esse fato evidencia substituição entre os fatores “horas extras” e “criação de vagas” no processo de expansão da utilização do fator “mão-de-obra” e sinaliza maior confiança do empresariado quanto à consolidação do processo de retomada econômica.

Rendimentos

O rendimento médio real dos trabalhadores das seis regiões metropolitanas pesquisadas na PME apresentou variação positiva no segundo semestre comparativamente

Rendimento habitual médio real

Em R\$ a preços de outubro de 2004, deflacionado pelo INPC

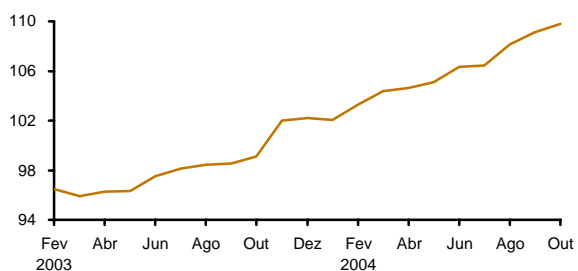


Fonte: IBGE

Massa salarial real na indústria de transformação

Dados dessazonalizados

2000=100



Fonte: CNI

Produto Interno Bruto

Trimestre/trimestre anterior com ajuste sazonal

Discriminação	2003			2004			
	I	II	III	IV	I	II	III
PIB a preços de mercado	-1,2	-0,4	0,6	1,9	1,8	1,4	1,0
Agropecuária	2,2	-0,3	-3,3	6,2	2,1	1,2	-3,6
Indústria	-4,4	0,4	2,2	1,6	1,1	1,5	2,8
Serviços	-0,3	-0,3	0,3	1,3	1,1	1,4	0,7

Fonte: IBGE

Produto Interno Bruto – Ótica da demanda

Variação acumulada no ano

Discriminação	2003				2004		
	I Trí	II Trí	III Trí	IV Trí	I Trí	II Trí	III Trí
PIB a preços de mercado	1,5	0,7	0,4	0,5	4,0	4,8	5,3
Consumo das famílias	-1,1	-2,6	-2,4	-1,5	1,6	3,0	3,9
Consumo do governo	0,5	1,1	1,3	1,3	0,8	0,8	0,6
Formação bruta de							
capital fixo	-0,1	-4,6	-5,7	-5,1	1,8	7,5	11,8
Exportação	12,0	18,1	10,3	9,0	20,5	18,9	18,6
Importação	-5,5	-5,7	-5,5	-1,7	12,5	13,4	14,9

Fonte: IBGE

aos mesmos meses de 2003, considerado o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), do IBGE, como deflator. Mesmo com a recuperação do poder de compra ao longo do ano, o rendimento médio real ainda encontra-se, até outubro, 1,3% inferior ao patamar assinalado no mesmo período de 2003, reflexo, em parte, do próprio processo de aumento de novas contratações, normalmente pactuadas em níveis salariais inferiores aos percebidos pelos empregados já contratados.

Os salários reais na indústria de transformação, segundo estatísticas da CNI deflacionadas pelo INPC e dessazonalizadas, seguiram em recuperação no trimestre encerrado em outubro, registrando crescimento de 2,9% em relação ao trimestre terminado em julho. Ressalte-se que essa tendência se mantém por dezenove meses, com os salários alcançando, em outubro, patamar superior ao vigente no início de 1998. Adicionalmente, os salários reais aumentaram 8,7% de janeiro a outubro, ante igual período de 2003.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 1% no terceiro trimestre, em relação ao período anterior, de acordo com dados dessazonalizados divulgados pelo IBGE. Esse resultado mostrou-se consistente com a evolução de indicadores setoriais antecedentes.

A análise setorial revela que o desempenho do PIB no terceiro trimestre refletiu recuo de 3,6% na agropecuária. Adicionalmente, o produto do setor industrial, confirmando o comportamento de indicadores mensais de nível de atividade, cresceu 2,8%, e o do setor de serviços, apresentando alta pelo quinto trimestre seguido, 0,7%, favorecido pela expansão da renda.

O crescimento do PIB nos nove primeiros meses de 2004, comparativamente a igual período de 2003, atingiu 5,3%. Esse resultado reflete o aumento da demanda interna no primeiro semestre, decorrente das melhores condições de crédito e da recuperação gradual dos rendimentos reais, o desempenho do comércio exterior e o aumento dos investimentos. O consumo das famílias aumentou 3,9%; a formação bruta de capital fixo, 11,8%; as exportações, 18,6%; e as importações, 14,9%, na mesma base de comparação.

Os resultados acumulados nos três primeiros trimestres de 2004, por setores, também refletiram a evolução dos componentes da demanda. A agropecuária,

Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação percentual							
	2003				2004			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Acumulado no ano	1,5	0,7	0,4	0,5	4,0	4,8	5,3	
Acumulado em 4 trimestres	2,5	2,2	1,4	0,5	1,2	2,6	4,2	
Trimestre/igual trimestre do ano anterior	1,5	0,0	-0,2	0,9	4,0	5,6	6,1	
Trimestre/trimestre anterior com ajuste sazonal	-1,2	-0,4	0,6	1,9	1,8	1,4	1,0	

Fonte: IBGE

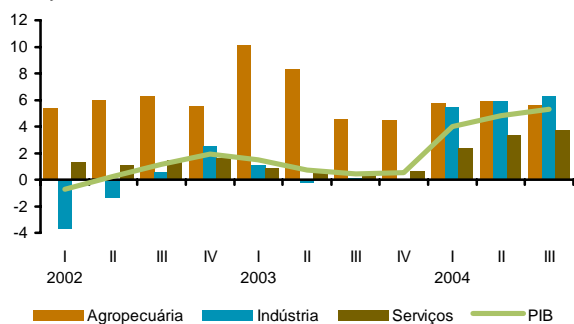
Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação acumulada no ano								
	2003				2004				
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	III Tri
Agropecuária	10,1	8,3	4,5	4,5	5,8	5,9	5,6		
Indústria	1,1	-0,3	0,1	0,1	5,5	5,9	6,3		
Extrativa mineral	-1,7	-2,8	-1,3	2,9	2,2	2,1	2,1		
Transformação	0,0	0,4	1,3	1,1	9,1	7,9	7,4		
Construção civil	1,7	-2,9	-4,3	-5,2	-0,8	2,9	5,9		
Serviços ind. de util. pública	8,7	3,8	3,3	2,7	1,5	3,7	4,1		
Serviços	0,9	0,7	0,5	0,6	2,4	3,3	3,8		
Comércio	0,5	-1,3	-2,7	-1,9	4,8	6,9	8,1		
Transporte	-2,1	-0,2	0,7	1,4	10,6	8,0	5,6		
Comunicações	3,8	4,3	3,2	1,8	-1,4	-0,6	0,5		
Instituições financeiras	2,7	1,5	0,6	0,6	2,1	3,3	4,0		
Outros serviços	0,7	0,0	0,4	0,5	2,1	4,5	5,5		
Aluguel de imóveis	0,7	1,0	1,0	1,3	1,2	1,3	1,6		
Administração pública	0,6	1,1	1,1	1,0	2,0	2,2	2,2		
Dummy financeiro	4,6	2,0	0,8	0,6	0,4	2,9	3,9		
Valor adic. a preços básicos	1,5	1,0	0,7	0,7	4,0	4,6	4,9		
Impostos sobre produtos	1,2	-1,2	-1,8	-1,1	4,0	6,4	8,1		
PIB a preços de mercado	1,5	0,7	0,4	0,5	4,0	4,8	5,3		

Fonte: IBGE

Produto Interno Bruto

Variação % acumulada no ano



Fonte: IBGE

cuja produção vem sendo impulsionada pelas exportações, apresentou crescimento de 5,6%, decorrente de acréscimos pontuais na produção de grãos e de outras culturas, bem como do aumento da produção da pecuária.

A atividade industrial cresceu 6,3%, registrando-se taxas positivas em todos os seus segmentos. Dessa forma, o produto da indústria de transformação cresceu 7,4% no ano, o relativo à indústria da construção civil 5,9%, enquanto nos segmentos serviços industriais de utilidade pública e extrativa mineral as taxas alcançaram 4,1% e 2,1%, respectivamente. O último resultado esteve influenciado, fundamentalmente, de acordo com a Agência Nacional de Petróleo (ANP), pelo decréscimo de 1,3% na produção de petróleo (óleo bruto e líquidos de gás natural – LGN).

O setor de serviços cresceu 3,8% nos primeiros nove meses de 2004, comparativamente a igual período de 2003, favorecido pelo comportamento dos segmentos comércio, 8,1%; transportes, 5,6%; e “outros serviços”, 5,5%.

Ressalte-se que, por ocasião da publicação dos resultados do PIB referentes ao terceiro trimestre do ano, o IBGE faz as revisões dos resultados anteriores, objetivando incorporar informações estatísticas não disponíveis à época da divulgação original, além de eventuais modificações de ordem metodológica. No resultado recém-divulgado, as revisões das séries repercutiram, principalmente:

- revisões nas séries da indústria de transformação e da construção civil, em decorrência da incorporação dos resultados da nova PIM, com efeitos sobre as séries das contas nacionais retroativas a 2002;
- atualização dos pesos setoriais segundo os resultados de 2003 das Contas Nacionais Anuais;
- alterações nas séries da agropecuária, pela incorporação de novas informações do LSPA e de pesquisas de pecuária (abate, ovos e aves);
- implementação de mudanças metodológicas no cálculo do índice de volume do valor bruto de produção dos subsetores “outros serviços” e “administração pública”, registrando-se, nesse subsetor, a incorporação da nova série de crescimento demográfico.

Em decorrência dessas revisões, a taxa de variação do PIB em 2003 foi alterada de -0,2% para 0,5%, e a do PIB acumulado no primeiro semestre de 2004, de 4,2% para 4,8%. O ajuste em 2003 refletiu modificações em todos os

Perspectivas para o PIB em 2004 e 2005

A divulgação recente pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) dos resultados do Produto Interno Bruto (PIB) referentes ao terceiro trimestre e à revisão dos dois primeiros trimestres do ano ratificou a robustez do crescimento econômico e, mais importante, ressaltou aspectos favoráveis dessa expansão, em especial o dinamismo dos investimentos.

Estimativa para o PIB em 2004

A previsão para o aumento do PIB em 2004 foi alterada para 5%, ante 4,4% no Relatório anterior. A revisão das séries das contas nacionais e o crescimento acima das expectativas, sobretudo dos gastos de consumo e dos investimentos, foram os principais determinantes para a alteração. A previsão para o ano considera crescimento menor no último trimestre, como vem sendo sinalizado por indicadores da indústria e do comércio no início desse período. A agropecuária deverá mostrar recuperação, após a retração observada no terceiro trimestre, na série com ajuste sazonal. Pela perspectiva da demanda, o setor externo não deverá contribuir para a expansão do PIB no último trimestre.

Estimativa para o PIB em 2005

A estimativa de crescimento de 4% para o PIB em 2005 considera o cenário de continuidade de expansão da economia, iniciada no terceiro trimestre de 2003, porém em ritmo menor do que o ocorrido em 2004. Contribui para essa perspectiva a manutenção do dinamismo do setor agropecuário, comportamento apontado pelos primeiros prognósticos do IBGE e da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), para

a lavoura no próximo ano, com previsão de crescimento da safra de grãos acima de 10%. Paralelamente, o vigor das exportações de carnes observado ao longo dos últimos trimestres, que tem contribuído para o desempenho da pecuária, deverá permanecer ao longo do próximo ano.

No setor industrial, destaque-se o aumento esperado para a produção extrativa mineral, conforme sinalizado pela Petrobrás, em função do início do funcionamento de novas plataformas. A indústria de transformação deverá apresentar, embora em ritmo menos intenso, crescimento ao longo do ano, favorecido pela continuidade da expansão das exportações e pela recuperação dos investimentos e do consumo. Como mencionado no capítulo 1 deste Relatório, o crescimento da indústria a taxa menor do que a observada ao longo de 2004 favorece a sustentabilidade da expansão, considerado, sobretudo, o ritmo de ocupação da capacidade instalada.

O setor terciário tende a refletir os desempenhos positivos da indústria e da agropecuária, bem como os efeitos da expansão da renda, por meio dos segmentos de comércio, transportes, instituições financeiras e outros serviços. Os indicadores de volume considerados para o desempenho da administração pública e do setor aluguéis, segmentos que somados representam mais de um quarto da composição do PIB, obedecem a comportamento próprio, diferentemente da dinâmica do resto da economia, e deverão registrar taxas mais modestas de variação.

Considerada a ótica da demanda, destaca-se o seu componente interno como determinante da continuidade do crescimento econômico. A contribuição do setor externo deverá ser marginal, a despeito da perspectiva de continuidade de expansão das exportações, tanto de básicos como de manufaturados, influenciadas pelo crescimento da economia global. A contribuição das exportações, entretanto, deverá ser neutralizada pelo aumento nas importações, estimulado pelo crescimento da demanda interna e pela recente apreciação do real.

Internamente, a reação dos gastos de investimentos observada em 2004 tende a continuar no próximo ano, haja vista os níveis elevados de

Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação acumulada no ano			
	2003		2004	2005
	Pesos	%	Estimado	Estimado
Agropecuária	9,9	4,5	4,8	4,2
Indústria	38,8	0,1	6,2	4,8
Extrativa mineral	3,9	2,9	2,8	6,4
Transformação	24,2	1,1	7,0	4,5
Construção civil	7,2	-5,2	6,1	4,9
Serviços ind. de utilidade pública	3,4	2,7	4,2	5,0
Serviços	56,7	0,6	3,6	2,9
Comércio	7,7	-1,9	7,4	4,5
Transporte	2,4	1,4	5,5	5,0
Comunicações	3,2	1,8	1,2	4,0
Instituições financeiras	7,0	0,6	4,1	3,9
Outros serviços	10,4	0,5	5,2	3,5
Aluguel de imóveis	10,2	1,3	1,6	1,5
Administração pública	15,8	1,0	2,0	1,9
Valor adicionado a preços básicos		0,6	4,7	4,0
Impostos sobre produtos	11,5	-1,1	7,4	4,0
PIB a preços de mercado	111,5	0,5	5,0	4,0

Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

utilização da capacidade na indústria, a persistente melhora dos fundamentos econômicos, traduzida no recuo representativo do risco-país, e a consolidação de expectativas, tanto de empresários como de consumidores, em patamares historicamente elevados. O consumo, a exemplo do verificado ao longo de 2004, deverá manter-se crescente, refletindo a expansão da renda. Adicionalmente, a redução da carga tributária e a correção do salário mínimo são fatores que deverão favorecer o comportamento desta componente ao longo do próximo ano.

Produto Interno Bruto – Variação por componente da demanda

Período	%							
	PIB a preços de mercado	Consumo das famílias	Consumo do governo	Consumo total	Formação bruta de capital ^{1/}	Exportações	Importações	
	Pesos (2003)	100,0	56,7	19,9	76,6	19,8	16,4	-12,8
2000		4,4	3,8	1,3	3,2	10,0	10,6	11,6
2001		1,3	0,5	1,0	0,6	1,1	11,2	1,2
2002		1,9	-0,4	1,4	0,1	-4,2	7,9	-12,3
2003		0,5	-1,5	1,3	-0,8	-5,0	9,0	-1,7
2004 (até o 3º trimestre)		5,3	3,9	0,6	3,1	8,7	18,6	14,9
Contribuição (p.p.)			2,2	0,3	2,4	1,6	2,8	-1,9
2004 (estimado)		5,0	3,9	1,5	3,2	8,0	17,0	15,0
Contribuição (p.p.)			2,2	0,3	2,5	1,6	2,9	-2,0
2005 (estimado)		4,0	3,8	1,6	3,2	6,9	11,0	13,0
Contribuição (p.p.)			2,2	0,3	2,5	1,4	1,8	-1,7

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Inclui variação de estoques.

setores, com a variação do produto agropecuário passando de 5% para 4,5%, a do setor industrial, de -1% para 0,1%, e a do setor de serviços, de -0,1% para 0,6%. O ajuste no primeiro semestre de 2004 decorreu, em maior parte, da incorporação de melhores resultados na indústria, de 4,7% para 5,9%, e no setor de serviços, de 2,8% para 3,3%. No setor agropecuário a alteração não foi relevante.

As estimativas para os crescimentos do PIB em 2004 e em 2005 são de 5% e 4%, respectivamente. Para o primeiro ano, a revisão da estimativa considerou, principalmente, as revisões realizadas pelo IBGE, enquanto para 2005, foram preponderantes as expectativas favoráveis em relação aos determinantes da demanda interna. As projeções encontram-se detalhadas no boxe Perspectivas para o PIB em 2004 e 2005.

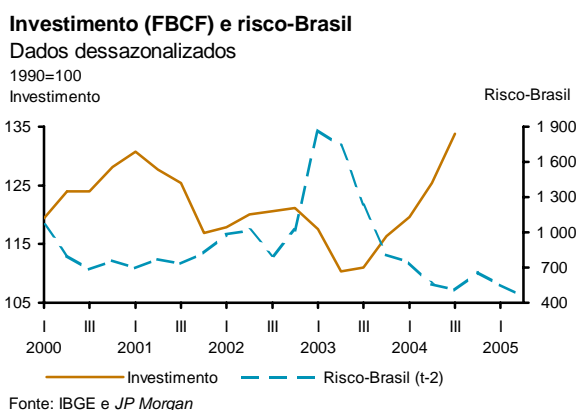
1.5 Investimentos

Os investimentos continuaram a mostrar crescimento no terceiro trimestre, consolidando a trajetória delineada desde o início do ano. Tal comportamento vinha sendo sinalizado por indicadores antecedentes, conforme mencionado no último Relatório de Inflação, entre eles a evolução favorável do risco-Brasil. O crescimento dos investimentos no período foi, pelo quinto trimestre consecutivo, mais elevado do que o crescimento da produção.

Segundo as Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, cresceram 6,7% no terceiro trimestre ante o segundo, considerada a série com ajuste sazonal. Diversos indicadores da formação bruta de capital fixo, com periodicidade mensal, já antecipavam esse desempenho. Mantida a mesma base de comparação, os insumos da construção cresceram 3,7%, enquanto a produção, exportações e importações de bens de capital variaram 1%, 2,9% e 2,3%, respectivamente, resultando no crescimento da absorção dessa categoria de produto de 2,8% no período.

Incorporados os resultados do terceiro trimestre, os gastos com investimentos registraram alta de 11,8% no ano, em relação ao período janeiro a setembro de 2003. Esse desempenho refletiu aumentos de 16,3% na absorção de máquinas e equipamentos e de 6,4% na produção de insumos da construção civil, nessa base de comparação.

Dados de outubro mostraram recuo dos investimentos, no mês. Esse comportamento, tendo em vista



Indicadores de investimento

Discriminação	Variação percentual			
	2004			
	Jul	Ago	Set	Out
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}				
Bens de capital				
Absorção ^{2/}	-0,3	1,3	2,8	2,9
Produção	6,7	3,8	1,0	-2,1
Importação	0,7	-0,3	2,3	0,6
Exportação	18,6	10,3	2,9	8,3
Insumos da construção civil	3,9	3,9	3,7	1,6
No ano				
Bens de capital				
Absorção ^{2/}	12,8	14,4	16,3	12,2
Produção	25,6	26,3	24,9	21,8
Importação	7,9	11,5	11,6	3,5
Exportação	54,5	51,9	47,7	53,9
Insumos da construção civil	4,8	6,0	6,4	5,8
Financiamentos do BNDES	36,4	43,0	46,3	42,9

Fonte: IBGE, Funcex e BNDES

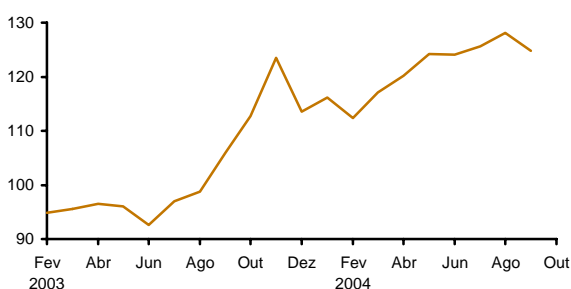
1/ Dados dessazonalizados.

2/ Produção + importação - exportação.

Produção de bens de capital

Dados dessazonalizados

2002=100

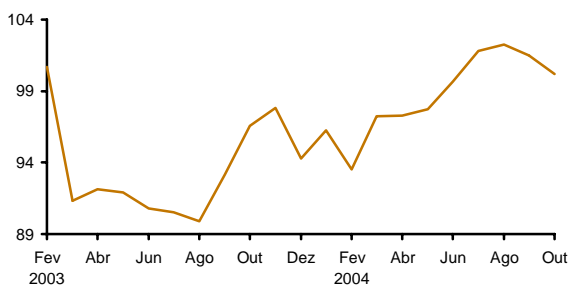


Fonte: IBGE

Produção de insumos para a construção civil

Dados dessazonalizados

2002=100



Fonte: IBGE

o atual cenário macroeconômico, deve ser interpretado como pontual, e característico da volatilidade da série, e não como interrupção da tendência de recuperação da formação bruta de capital fixo. Os indicadores no mês, em relação a setembro, após o ajustamento sazonal, mostraram recuos de 1,3% na produção de insumos da construção civil e de 22% na absorção de bens de capital. Esse percentual discrepante, deveu-se, basicamente, ao crescimento de 51,6% nas exportações de bens de capital no mês, associado ao registro de venda de uma plataforma petrolífera de acordo com as normas vigentes, a ser operada no mercado doméstico. A produção e importação de bens de capital também contribuíram para o decréscimo da absorção no período, com quedas respectivas de 1,3% e de 7,7%.

No ano, as exportações, as importações e a produção de bens de capital acumularam, até outubro, altas de 53,9%, 3,5% e 21,8%, respectivamente. Na mesma base de comparação, a produção de insumos para a construção cresceu 5,8%.

A análise de dados desagregados da produção de bens de capital evidencia que o crescimento no ano, até outubro, atingiu a maior parte de seus segmentos. Nesse sentido, a produção de bens destinados à construção civil aumentou 38%; a de bens de capital para o setor de transportes, 24,8%, influenciada principalmente por itens destinados à construção de aviões e de caminhões para exportação; a do segmento de máquinas e tratores para o setor agrícola 10,3%; e a relativa ao setor produtor de bens industriais seriados, 19,7%, destacando-se a produção de motores a diesel, destinados tanto à exportação como ao setor agrícola.

Os indicadores da indústria de bens de capital mecânicos, divulgados pela Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos (Abimaq), continuaram a refletir a elevação dos investimentos em 2004. Considerando os primeiros dez meses do ano, comparativamente a igual período de 2003, registraram-se crescimentos de 6% na utilização da capacidade instalada do setor e de 16,1 para 16,7, 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 (IPA-OG)/ Produtos Industriais, máquinas e equipamentos industriais – aumentou 11,8% até outubro. As exportações de máquinas e equipamentos, tendo como destinos principais Estados Unidos e Argentina, cresceram 35,7% e as importações, 13,8%, na mesma base de comparação.

Produção de bens de capital

Discriminação	Variação acumulada no ano			
	2004			
	Jul	Ago	Set	Out
No ano				
Bens de capital	25,6	26,3	24,9	21,8
Industriais	15,7	16,8	16,0	16,0
Seriados	20,8	21,5	20,0	19,7
Não seriados	-10,6	-7,6	-5,2	-4,3
Agrícolas	16,5	15,0	12,3	10,3
Peças agrícolas	3,3	0,9	-5,9	-8,1
Construção	32,7	36,4	38,2	38,0
Energia elétrica	14,1	16,9	16,1	14,8
Transportes	25,4	26,2	25,9	24,8
Misto	27,7	28,1	25,7	19,2

Fonte: IBGE

Produção de autoveículos

Discriminação	Variação percentual				
	2004				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
Mês ^{1/}					
Máquinas agrícolas	0,2	2,8	-3,3	4,7	-4,5
Ônibus	10,2	-16,4	-0,3	5,8	19,3
Caminhões	1,6	3,3	3,5	-7,2	6,4
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}					
Máquinas agrícolas	-3,7	-0,5	1,7	3,0	0,1
Ônibus	19,2	15,1	7,6	-6,0	0,8
Caminhões	9,9	9,1	9,1	5,8	3,3
No ano					
Máquinas agrícolas	19,7	17,7	15,8	15,0	13,8
Ônibus	9,0	9,2	7,4	5,1	4,7
Caminhões	32,3	34,3	36,0	35,5	34,5

Fonte: Anfavea

1/ Dados dessazonalizados.

Desembolsos do Sistema BNDES^{1/}

Discriminação	2003	Acumulado no ano (em R\$ milhões)		
		2004		
		I Sem	III Tri	Out
Total	33 534	18 033	27 748	31 730
Indústria de transformação	15 937	7 393	9 585	11 122
Comércio e serviços	12 844	7 298	12 949	14 761
Agropecuária	4 595	3 185	5 021	5 640
Indústria extrativa	157	157	194	206

Fonte: BNDES

1/ Compreende o BNDES, a Fname e o BNDESpar.

Segundo dados divulgados pela Anfavea, o comportamento das atividades ligadas ao setor agropecuário e a recuperação econômica impactaram o comportamento da produção de bens relacionados a investimento. A produção de máquinas agrícolas cresceu 13,8% no ano, até novembro, ante igual período de 2003, influenciada principalmente pelas expansões de 14,8% e de 11,8% nas produções de colheitadeiras e de tratores de rodas, respectivamente. Na mesma base de comparação, a produção de caminhões cresceu 34,5% e a de ônibus, 4,7%.

De acordo com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os desembolsos do Sistema BNDES – BNDES, Agência Especial de Financiamento Industrial (Fname) e BNDES Participações S.A. (BNDESpar) – somaram R\$31,7 bilhões nos primeiros dez meses de 2004, valor 42,9% superior ao de igual período de 2003. Por setores de atividade, os financiamentos concedidos à indústria extrativa cresceram 121%; os destinados aos setores de comércio e serviços, 55,8%; os direcionados à agropecuária, 55%; e os absorvidos pela indústria de transformação, 23,5%.

A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), custo básico para os financiamentos contratados junto ao sistema BNDES, permaneceu em 9,75% a.a. pelo terceiro trimestre consecutivo, comparativamente a 10% a.a. no primeiro trimestre de 2004.

1.6 Conclusão

O país seguiu auferindo, nos últimos meses, os benefícios decorrentes do esforço de consolidação dos fundamentos macroeconômicos, que seguem evidenciando expressiva melhoria tanto no âmbito fiscal e monetário, como no externo. O crescimento vigoroso do PIB pelo quinto trimestre consecutivo traduz-se na evolução favorável de variáveis diretamente relacionadas ao bem-estar econômico e social, como o crescimento do consumo, da massa de rendimentos, e do emprego, este, em ritmo de expansão há muito não observado.

Mais do que ratificar o atual dinamismo econômico, o comportamento recente dos indicadores aponta para a sustentabilidade do ciclo que ora se observa. Além da evolução favorável da massa salarial, das expectativas de consumidores e empresários e do volume de crédito, fatores que tendem a constituir-se em fontes relevantes para o crescimento no próximo ano, um aspecto em especial se destacou nos últimos meses: o aumento dos investimentos.

Nesse sentido, conforme apontavam as perspectivas delineadas no "Relatório de Inflação" anterior – baseadas na evolução de indicadores relacionados, como o risco-país e o nível de utilização da capacidade instalada na indústria – os gastos com a formação bruta de capital fixo aumentaram de modo considerável no terceiro trimestre de 2004. Adicionalmente, a revisão dos dados das contas nacionais ratificou patamar mais elevado para a variável nos dois primeiros trimestres do ano. Apesar do resultado dos indicadores da formação bruta de capital fixo em outubro, há de se ressaltar que os condicionantes dos fluxos de investimentos seguem evoluindo favoravelmente, apontando a consolidação de patamar elevado no próximo ano, fator considerado essencial para sustentação de resultados positivos da economia.

A inflação acumulada no trimestre encerrado em novembro foi menor do que a registrada no trimestre junho-agosto, apresentando, contudo, taxas mensais crescentes ao longo do período. Esse comportamento é explicado, em parte, pelo choque favorável dos preços da alimentação, grupo que registrou variações negativas em setembro e em outubro, e pela evolução dos preços monitorados, cujas taxas, após apresentarem recuo expressivo em setembro, mostraram elevação ao longo do período.

No atacado, o arrefecimento da inflação foi determinado, principalmente, pela queda acentuada dos preços agrícolas. Os preços dos produtos industriais seguiram aumentando a taxas relativamente elevadas, influenciados, notadamente, pelas altas das *commodities* metálicas e dos insumos e derivados de petróleo. Comparando-se a dinâmica recente dos preços industriais nos segmentos atacadista e varejista é possível identificar um foco importante de pressão sobre os preços ao consumidor, sobretudo se considerada a elevação sazonal da demanda no final de ano.

Os núcleos de inflação, que refletem com menor intensidade fatores de caráter temporário, têm-se mantido em patamar superior às metas para a inflação estabelecidas para 2005 e 2006, não evidenciando sinais de arrefecimento ao longo do segundo semestre deste ano.

Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal							
	2004							
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IGP-DI	1,2	1,5	1,3	1,1	1,3	0,5	0,5	0,8
IPA	1,6	1,7	1,6	1,4	1,6	0,7	0,6	1,0
IPC	0,3	0,7	0,8	0,6	0,8	0,0	0,1	0,4
INCC	0,6	1,8	0,7	1,1	0,8	0,6	1,2	0,7

Fonte: FGV

2.1 Índices gerais

A variação dos índices gerais de preços da FGV foi menor no período setembro-novembro do que nos três meses anteriores, embora tenha apresentado aceleração ao longo do trimestre. Considerando o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), a inflação acumulada no trimestre atingiu 1,84%, com taxas de 0,48% em setembro,

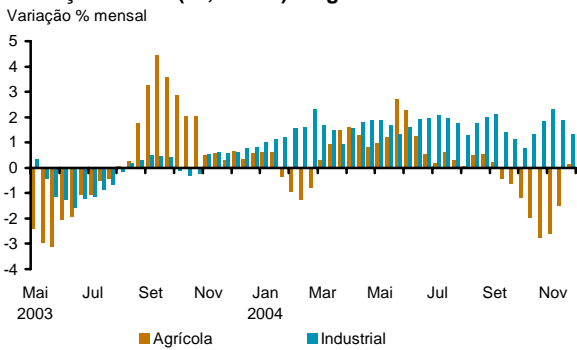
de 0,53% em outubro e de 0,82% em novembro, ante 3,79% no trimestre junho-agosto.

O comportamento da inflação medida pelos índices da FGV foi determinado, sobretudo, pelos preços no segmento atacadista. O Índice de Preços por Atacado (IPA), que participa com 60% na composição do índice geral, mostrou taxas significativamente menores de setembro a novembro, em virtude do recuo dos preços do setor primário.

Nesse sentido, após registrarem alta de 1,3% no trimestre encerrado em agosto, os preços dos produtos agrícolas no atacado recuaram 3,2% de setembro a novembro, influenciados pelas taxas negativas assinaladas nos itens arroz, soja e ovos. A despeito da queda dos preços dos produtos agrícolas, registre-se o forte aumento nos preços da cana-de-açúcar, em resposta às expansões das demandas interna e externa, tanto por álcool como por açúcar. No ano, os preços dos produtos agrícolas no atacado registraram aumento de apenas 1,9%, até novembro.

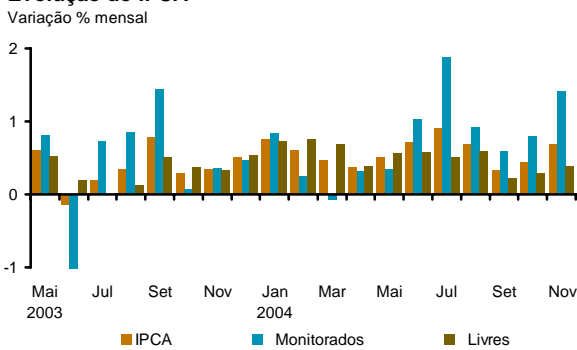
Não obstante a influência favorável do câmbio ao longo do ano, os preços dos produtos industriais seguiram apresentando variações elevadas, tendo acumulado alta de 4,3% de setembro a novembro, ante 5,8% no trimestre encerrado em agosto. No ano, até novembro, esses preços aumentaram 19,1%. Essas altas refletem o aumento dos preços de derivados de petróleo e de *commodities*, sobretudo as metálicas, relevantes pela participação na cadeia produtiva. Dessa forma, observaram-se, no trimestre encerrado em novembro, crescimentos expressivos nos preços de matérias plásticas 3,1%; ferro, aço e derivados, 11,6%; tintas e vernizes, 7,1%; material de transporte, 4,3%; e combustíveis e lubrificantes 7,4%.

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



Fonte: FGV

Evolução do IPCA



Fonte: IBGE

2.2 Índices de preços ao consumidor

A inflação medida pelo IPCA, do IBGE, alcançou 1,47% no trimestre encerrado em novembro, ante 2,3%, de junho a agosto. Apesar do recuo no trimestre, os preços livres e os monitorados mostraram taxas mensais crescentes no período. No primeiro grupo, o avanço da inflação esteve associado, principalmente, aos aumentos dos preços dos artigos de residência e do vestuário. Dentre os monitorados, destacaram-se as altas dos preços dos combustíveis e de telefonia fixa.

Índice de Preços por Atacado segundo Estágios de Processamento (IPA-EP)

O Instituto Brasileiro de Economia (Ibre) da Fundação Getúlio Vargas (FGV) implementou o Índice de Preços por Atacado segundo Estágios de Processamento (IPA-EP), que detalha a evolução dos preços dos itens componentes do Índice de Preços por Atacado (IPA) tradicional pelos diversos estágios da cadeia produtiva. O IPA-EP reclassifica os mesmos 462 itens integrantes do IPA em três grupos: matérias-primas brutas, bens intermediários e bens finais. Cada um desses segmentos é subdividido em grupos, subgrupos e itens. Adicionalmente, apresenta os grupos bens intermediários e bens finais com a exclusão de alimentos *in natura* e/ou combustíveis, uma vez que o comportamento desses produtos transmite volatilidade excessiva aos índices, dando origem aos grupos bens intermediários *ex* e bens finais *ex*.

O propósito principal do IPA-EP é o de permitir análises relativas à transmissão de preços ao longo da cadeia produtiva, bem como compreender a sua formação até o consumidor final. Contudo, como o próprio Instituto destaca no boletim de divulgação do IPA-EP, a transmissão dos preços ao longo dos segmentos produtivos não ocorre diretamente, nem na mesma magnitude, estando os resultados do IPA-EP sujeitos a fatores de caráter metodológico ou econômico que influenciem esse processo.

O Ibre destaca o aspecto subjetivo da classificação de produtos, na medida em que existem itens que podem ser alocados em mais de um estágio da cadeia, ressaltando-se que, nesses casos, o critério utilizado para classificação baseou-se na finalidade principal do produto¹. No âmbito

1/ O exemplo utilizado foi o do tomate, que pode servir diretamente como alimento ou como insumo para extratos e massas.

Índice de Preços por Atacado – Estágios de Processamento

%

	Pesos ^{1/}	Acumulado no ano					
		1999	2000	2001	2002	2003	2004 ^{2/}
IPA-EP	100,0	28,9	12,1	11,9	35,4	6,3	14,1
Bens finais	32,0	21,0	12,1	10,3	27,7	5,8	10,9
Bens de consumo	25,2	21,5	13,5	10,5	30,3	4,2	8,7
Alimentação	10,0	23,2	15,2	17,4	49,1	3,3	5,4
Alimentação <i>in natura</i>	4,9	26,5	27,1	12,8	71,4	-0,1	19,3
Alimentos processados	5,2	19,8	6,5	18,6	39,6	4,5	0,7
Combustíveis (gasolina, GLP e álcool hidratado)	2,6	55,8	41,7	3,8	28,2	-1,9	15,7
Não duráveis, exceto alimentação e combustíveis	7,4	9,0	4,2	6,4	11,7	9,1	8,5
Bebidas e fumo	1,4	3,8	7,3	9,2	11,9	10,2	6,8
Vestuário, calçados e acessórios	3,6	5,4	1,5	0,6	8,0	8,1	10,5
Medicamentos, artigos para residência, higiene e limpeza	2,4	17,8	5,2	9,2	14,2	9,3	8,1
Bens de consumo duráveis	5,2	18,3	3,8	7,9	16,5	5,0	11,8
Utilidades domésticas	3,4	18,3	4,0	7,4	17,1	2,3	10,3
Veículos e acessórios	1,8	18,4	6,5	8,9	15,3	10,4	14,6
Bens de investimento	6,8	19,2	6,4	9,5	17,1	13,0	20,4
Veículos pesados (caminhões e ônibus)	1,2	12,7	4,8	5,1	9,7	18,5	15,7
Máquinas e equipamentos	5,6	20,6	6,7	10,3	18,2	12,3	21,1
Bens intermediários	35,8	33,7	12,8	11,0	37,0	6,7	25,3
Materiais e componentes para manufatura	20,2	30,8	10,7	9,6	31,6	7,1	29,6
Materiais e componentes para construção	7,5	25,5	9,9	13,7	26,5	9,0	27,2
Combustíveis e lubrificantes para produção	3,9	67,7	31,1	11,4	62,9	3,4	18,5
Embalagens	1,6	21,7	7,8	9,4	39,6	8,4	23,4
Suprimentos	2,6	36,1	5,6	13,6	41,8	6,8	13,0
Matérias-primas brutas	32,2	31,3	10,9	15,2	42,7	6,0	1,0
Agropecuárias	27,5	30,5	10,7	16,1	43,7	5,1	-0,2
Comercializáveis (<i>commodities</i>)	5,4	41,0	-1,4	17,9	89,6	-7,2	-10,3
Processamento industrial para fins alimentares	20,9	28,2	14,4	15,8	33,8	9,1	2,5
Processamento industrial para fins não alimentares	1,2	20,6	0,2	17,3	40,2	5,4	-0,7
Minerais (metálicos e não metálicos – Sem petróleo bruto)	4,7	35,9	12,1	3,9	29,4	18,7	16,5
Bens finais (EX)^{3/}	24,6	16,1	5,2	10,9	22,3	7,9	9,3
Bens intermediários (EX)^{4/}	31,9	29,6	9,9	10,9	31,7	7,6	27,1

Fonte: FGV

1/ Pesos de janeiro de 1999.

2/ Acumulado até novembro.

3/ Exclui alimentos *in natura* e combustíveis para consumo.

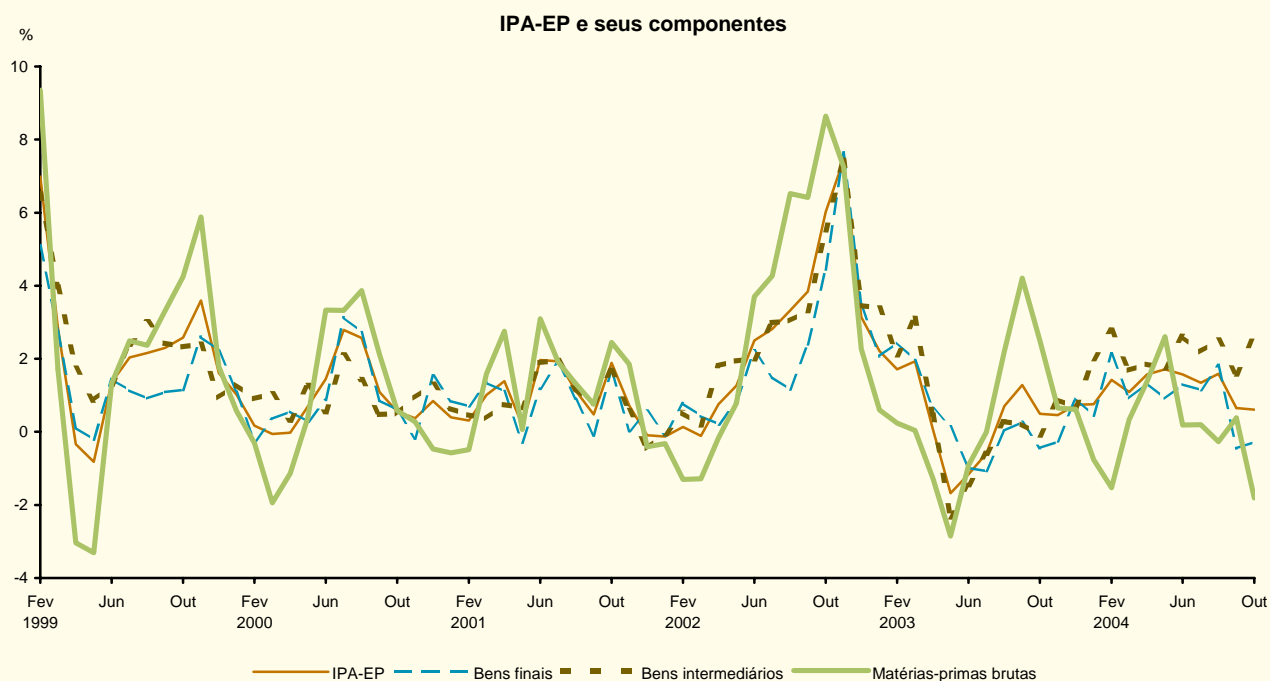
4/ Exclui combustíveis e lubrificantes para produção.

econômico, é preciso considerar que aumentos de preços tendem a ser atenuados ao longo da cadeia produtiva, pois além dos preços das matérias-primas serem mais voláteis pelas próprias características de mercado, o fator mão-de-obra tende a conferir maior estabilidade ao preço do produto à medida que se avança na cadeia. Ainda na perspectiva econômica, as características do produto, a estrutura de mercado, bem como condições conjunturais, podem também afetar a intensidade de repasses ao longo dos

segmentos produtivos. Finalmente, devem ser considerados choques reversos, associados a movimentos da demanda final com repercussões nas diversas etapas da cadeia produtiva.

Apesar de esses aspectos estarem continuamente influenciando os resultados do IPA-EP, não inviabilizam as suas contribuições analíticas para a compreensão do fenômeno inflacionário. Os resultados apresentados pelo IPA-EP, para os anos em que as séries foram divulgadas, evidenciam características consistentes com o que se espera no processo de formação de preços. Assim, a defasagem temporal entre os preços ao consumidor e os preços percebidos nos estágios produtivos torna-se gradualmente menor à medida que se avança na cadeia produtiva.

Outro fator a ser mencionado refere-se à menor volatilidade dos índices de preços ao atacado à medida que se avança para os estágios finais da cadeia produtiva. Como mencionado, a incorporação de fatores ao custo de produção, sobretudo de mão-de-obra, tende a conferir essa característica às séries, o que pode ser observado graficamente.



Um ponto relevante da nova concepção do IPA, considerado o sistema de metas para a inflação, refere-se à sua contribuição para as estimativas e

análises do comportamento dos preços ao consumidor, aspecto tratado a seguir.

Exercício VAR: contribuição do IPA-EP sobre variações no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e nos preços dos produtos industriais do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) e do IPCA.

Em artigo publicado na Conjuntura Econômica de dezembro, Barros et al. (2004)² encontram fortes evidências de que existe transmissão de preços ao longo da cadeia produtiva e de que os estágios de processamento são relevantes para a previsão do índice de preços ao consumidor. Esses resultados foram obtidos pela estimativa de vetor auto-regressivo com quatro equações, uma para cada estágio de processamento, e mais uma para o IPC-BR.

A seguir apresenta-se estudo expandindo o trabalho de Barros et al. (2004) para investigar as relações entre as variações nos preços agregados nos diferentes estágios da produção do IPA-EP e as variações do IPCA e dos subgrupos de preços industriais do IPCA e do IPC-BR, aqui denominados como Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – Produção Industrial (IPCA-PI) e IPC-PI, respectivamente.

Testes de causalidade de Granger foram implementados para se investigar a causalidade estatística entre variações nos preços nos diferentes estágios do IPA-EP e variações nos índices de preços mencionados³. A tabela a seguir apresenta os resultados destes testes. Assim como registrado por Barros et al. (2004), encontra-se uma causalidade biunívoca entre as variações do IPC-PI e as variações nos preços de matéria-prima básica (MPB) e bens intermediários (BI), dificultando uma melhor compreensão da direção da causalidade. No caso dos bens finais, entretanto, a relação de causalidade de Granger está bem definida, de bens finais (BF) para as variações no IPC-PI. A mesma avaliação feita para o IPCA e o IPCA-PI identifica uma causalidade bem delineada das

2/ Rebecca W.S. Barros, André F. Braz e Vagner Ardeo (2004). “Os estágios de produção ajudam na previsão dos Índices de Preços ao Consumidor?” – Revista de Conjuntura Econômica, n° 12, volume 58, dezembro/2004.

3/ Utilizou-se o critério SIC para definir o número de defasagens tanto nos testes de causalidade de Granger, como nos VARs. O número de defasagens com menor SIC foi 1.

Tabela com teste de causalidade de Granger

	IPC BR PI		IPCA		IPCA PI	
	Probabilidade	Causa	Probabilidade	Causa	Probabilidade	Causa
MPB => IPC	3.5x10 ⁻⁵	sim	0,0001	sim	5.4x10 ⁻⁵	sim
IPC => MPB	0,0053	sim	0,0396	sim	0,0181	sim
BI => IPC	0,0001	sim	0,0009	sim	1.6x10 ⁻⁵	sim
IPC => BI	0,0344	sim	0,2987	não	0,1279	não
BF => IPC	1.2x10 ⁻⁵	sim	0,0001	sim	2.8x10 ⁻⁵	sim
IPC => BF	0,4770	não	0,6203	não	0,4928	não

variações dos preços nos estágios de produção para as variações nesses índices. A causalidade bidirecional entre IPCA e IPCA-PI e matérias primas brutas, registrada na tabela abaixo, desaparece quando o teste de causalidade é controlado para variações nos outros estágios de produção e variações no câmbio, o que não ocorre no caso do IPC-PI.

Seguindo o trabalho mencionado, utilizou-se o método de Vetores Autoregressivos (VARs) para se investigar a relação dinâmica entre as variações nos preços nos diferentes estágios de produção e as variações no IPCA, no IPCA-PI e no IPC-PI. Esses VARs consistiram em sistemas de quatro equações contendo variações nos preços dos três diversos estágios de produção do IPA-EP e dos índices de preços como variáveis dependentes e defasagens destas mesmas variáveis como variáveis explicativas. A tabela abaixo apresenta as equações dos VARs, tendo como variável dependente as variações nos índices de preços analisados (incluiu-se também a equação para o IPC-BR para comparação). As estatísticas R² ajustadas mostram que os estágios de produção são mais relevantes para explicar variações nos preços industriais dos índices. Na mesma direção, a magnitude dos parâmetros indica

Equações do VAR referentes ao IPCA

	IPCA		IPCA PI		IPC-BR		IPC-BR PI	
	Coef.	T-Stat	Coef.	T-Stat	Coef.	T-Stat	Coef.	T-Stat
MPB	0,048512	[1.77799]	0,071699	[1.67768]	0,041333	[1.28584]	0,110622	[2.89479]
BI	0,037276	[0.63730]	0,176915	[1.89840]	-0,041452	[-0.59982]	0,123513	[1.71201]
BF	0,109339	[1.14720]	0,121907	[0.84032]	0,257642	[2.35387]	0,152183	[1.29757]
IPC(A)	0,300134	[2.60186]	0,264841	[2.36607]	0,115336	[0.93796]	0,306242	[2.95191]
C	0,031121	[3.14462]	0,009432	[0.70307]	0,042839	[3.78446]	0,002022	[0.18004]
R ² ajustado	0,466938		0,53404		0,334213		0,749262	

que variações nos preços em cada um dos estágios afetam mais intensamente os preços industriais. No entanto, percebe-se que a significância estatística dos bens intermediários se reduz quando a variável dependente representa preços industriais.

Decomposição das variâncias nos índices de preços após 12 meses

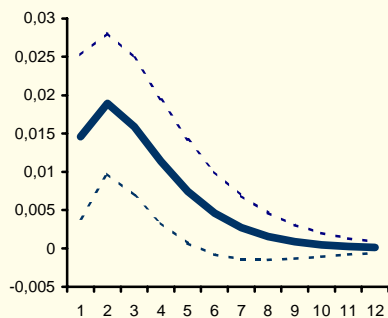
	MPB	BI	BF	Índice Preço
IPCA	30,22	13,11	7,04	49,63
IPCA PI	30,61	19,88	2,51	46,99
IPC BR PI	37,62	22,33	3,66	36,38

A tabela ao lado apresenta a análise da decomposição da variância após doze meses. Essas informações indicam que choques nos preços das matérias-primas brutas, dos bens intermediários e dos bens finais representam aproximadamente 30%, 13% e 7%, respectivamente, dos erros na previsão do IPCA, 30%, 20% e 2.5% dos erros na previsão do IPCA-PI e 38%, 33% e 4% dos erros na previsão do IPC-PI.

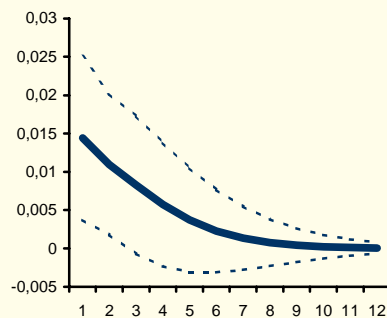
A análise das funções resposta a impulso indica que um choque positivo nos preços das matérias primas terá impacto positivo e estatisticamente significativo sobre o IPCA, o IPCA-PI e o IPC-PI por um período de cinco meses. Por outro lado, um choque nos bens intermediários terá efeito sobre o IPCA por três meses e por quatro nos preços industriais (tanto do IPCA quanto do IPC-BR). A variação nos preços de bens finais terá impacto positivo apenas sobre o IPCA. Os gráficos abaixo apresentam as funções resposta a impulso do IPCA a choques nos preços das matérias primas, dos bens intermediários e dos bens finais.

Gráficos de função resposta a impulso do IPCA

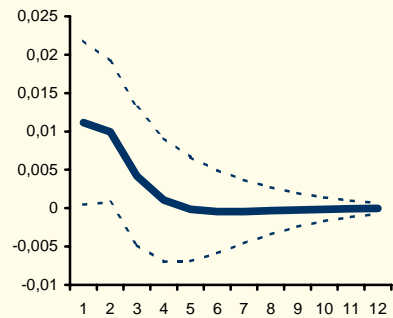
Resposta a impulso do IPCA a choques nos preços das matérias primas brutas



Resposta a impulso do IPCA a choques nos preços dos bens intermediários



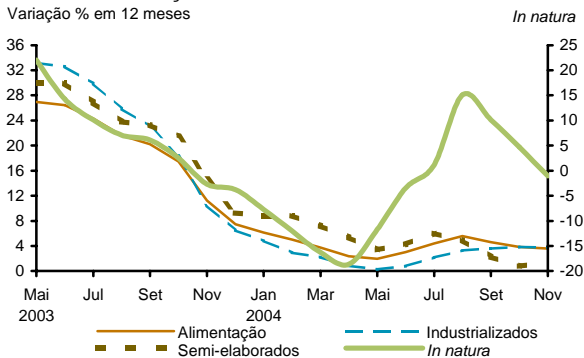
Resposta a impulso do IPCA a choques nos preços dos bens finais



Conclui-se, assim, que variações nos preços nos diversos estágios de produção registrados pelo IPA-EP ajudam a prever variações tanto no IPCA quanto no IPCA-PI e no IPC-PI, sendo essa ajuda mais precisa no caso dos preços industriais.

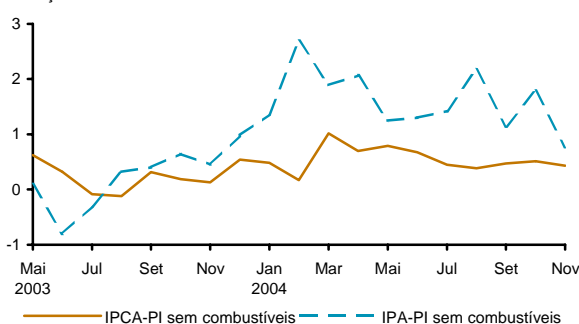
IPCA – Alimentação

Variação % em 12 meses



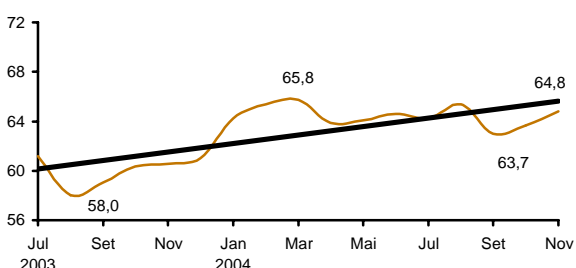
IPCA-PI e IPA-PI

Variação % mensal



Itens do IPCA^{1/}

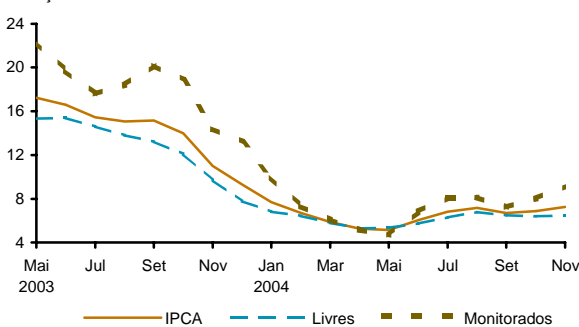
Proporção do nº de itens com aumentos
% Média móvel trimestral



1/ O IPCA é composto por 512 itens.

IPCA – Grupos discriminados

Variação % em 12 meses



A menor variação do IPCA no período deveu-se, em grande medida, ao comportamento dos preços da alimentação. Nesse segmento, os preços tanto dos produtos industriais como dos semi-elaborados e dos *in natura* evoluíram favoravelmente. O primeiro grupo tem se beneficiado, ao longo do ano, da apreciação da taxa de câmbio, com influência, em especial, sobre os preços de panificados, farinhas, féculas e massas e óleos e gorduras. No trimestre setembro-novembro, esse fator contribuiu para a elevação relativamente discreta de 0,4%, nos preços dos alimentos industrializados, apesar das altas verificadas nos preços de açúcares e derivados. Os preços dos produtos semi-elaborados mostraram desaceleração no trimestre, registrando taxa de 0,6%, ante 0,95% no trimestre encerrado em agosto. Os preços dos alimentos *in natura*, principais determinantes da inflação no período, acumularam redução de 15,7%, refletindo fatores climáticos favoráveis, após terem registrado alta de 8,8% no trimestre junho-agosto.

É interessante observar, nos últimos seis meses, a evolução distinta dos preços industriais, exceto combustíveis, no IPCA e no IPA, registrando-se taxas de variação de 3% no varejo e de 8,9% no atacado, o que representa repasse de 33%. A relação entre esses grupos, considerando um período de análise maior, mostra repasse médio de 43%, evidenciando um possível fator de alta para os próximos meses. Ver, a respeito, o box "Evolução dos Preços dos Produtos Industriais", no "Relatório de Inflação" de março de 2004.

O índice de difusão do IPCA, entendido como a proporção de itens que apresentou variação positiva, cresceu em outubro e em novembro. Apesar de relativa estabilidade em relação ao trimestre anterior, esse indicador revela tendência ascendente, sugerindo disseminação dos aumentos de preços, quando considerada a sua evolução desde o início do processo de retomada da atividade econômica.

Incorporado o resultado de novembro, o IPCA assinalou variação de 6,68% no ano, decorrente das elevações de 8,6% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 5,9% nos preços livres.

2.3 Monitorados

Enquanto a variação dos preços livres atingiu 0,9% de setembro a novembro, o aumento dos preços monitorados situou-se em 2,8%, correspondendo a 0,82 p.p. da taxa de 1,47% do IPCA do trimestre. A variação dos preços dos itens

álcool, gasolina, telefone fixo e passagem aérea contribuiu, em conjunto, com 0,57 p.p. dessa variação. O reajuste da tarifa de telefone fixo ocorreu em duas etapas, no início de setembro e de novembro, originando-se da cassação, pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ), de liminar que determinou a aplicação do IPCA na reposição a que as empresas teriam direito contratual em 2003. A determinação do STJ restabeleceu o índice previsto nos contratos de concessão, o IGP-DI. O item telefone fixo variou 6,5% no trimestre.

Em relação aos combustíveis, assinala-se o aumento de 18,5% nos preços do álcool, no trimestre encerrado em novembro, após reajuste acumulado de 27,4% de junho a agosto. Ressalte-se que esse comportamento refletiu a menor oferta de cana-de-açúcar neste ano e o maior estímulo às exportações de açúcar e álcool. Os preços da gasolina aumentaram 3,3% no período setembro-novembro, ante elevação de 7,8% nos três meses anteriores. Além dos aumentos do custo do álcool anidro, misturado à proporção de 25%, a elevação do preço da gasolina no período deveu-se ao reajuste de 2,4% efetivado pela Petrobrás em 15 de outubro. No ano, os preços da gasolina e do álcool acumulam variações de 9,1% e de 28%, respectivamente.

No ano, até novembro, os preços das passagens aéreas e do combustível de avião aumentaram 8,3% e 40,1%, respectivamente.

Em dezembro, a variação dos preços monitorados irá incorporar os impactos dos aumentos nas tarifas de ônibus urbano em Recife e em Belo Horizonte e do reajuste dos preços dos combustíveis anunciado pela Petrobrás, em 26 de novembro, de 4,2% para o preço da gasolina e de 8% para o do diesel, na refinaria.

2.4 Núcleo de inflação

O núcleo do IPCA, calculado a partir da exclusão de alimentos no domicílio e de preços monitorados, apresentou trajetória ascendente nos meses de setembro a novembro, com taxas mensais de 0,41%, 0,55% e 0,57%, respectivamente, acumulando 1,54% no trimestre, ante 1,56% no trimestre encerrado em agosto. A variação do núcleo nos últimos doze meses alcançou 7,9% em novembro, tendo persistido a tendência ascendente pelo sétimo mês consecutivo.

Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2004					
		Jul	Ago	Set	Out	Nov	Ano ^{1/}
IPCA	100,0	0,9	0,7	0,3	0,4	0,7	6,7
Livres	70,9	0,5	0,6	0,2	0,3	0,4	5,9
Monitorados	29,1	1,9	0,9	0,6	0,8	1,4	8,6
Principais itens							
Energia elétrica	4,8	3,7	0,5	0,3	0,5	-0,4	9,8
Gasolina	4,0	2,5	1,6	-0,7	1,5	2,6	9,1
Álcool	1,0	2,6	11,5	1,2	5,3	11,2	28,0
Plano de saúde	2,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	9,5
Telefone fixo	3,4	4,9	0,6	3,1	0,6	2,7	14,3

Fonte: FGV

1/ Até novembro.

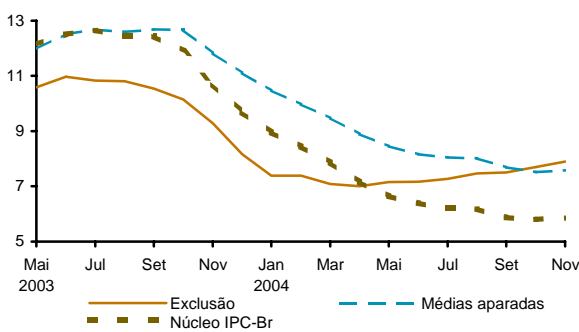
Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal						
	2004						
	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IPCA (cheio)	0,5	0,7	0,9	0,7	0,3	0,4	0,7
Exclusão	0,7	0,5	0,5	0,6	0,4	0,6	0,6
Médias aparadas							
Com suavização	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Sem suavização	0,4	0,5	0,6	0,5	0,4	0,6	0,6
IPC-Br	0,7	0,8	0,6	0,8	0,0	0,1	0,4
Núcleo IPC-Br	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

Fontes: Bacen e FGV

Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



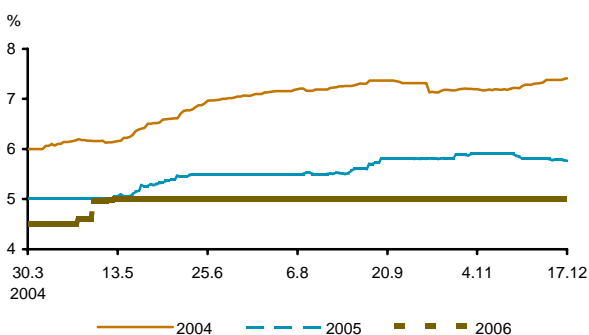
Fontes: Bacen e FGV

A variação do núcleo do IPCA calculado por médias aparadas também registrou aceleração, com taxas de 0,56% em setembro, 0,60% em outubro e de 0,62% em novembro, que totalizaram 1,79% no trimestre, ante 1,7% no trimestre encerrado em agosto. 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, a variação do núcleo acumulou 7,58%.

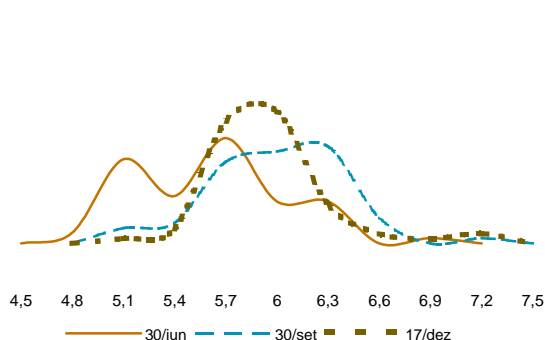
O núcleo de inflação do IPCA calculado por médias aparadas sem o procedimento de suavização de itens específicos registrou variações de 0,38% em setembro, 0,55% em outubro e 0,57% em novembro, acumulando, nos últimos doze meses, 6,25%.

O núcleo de inflação para o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), da FGV, apresentou variação acumulada de 1,22% no trimestre encerrado em novembro comparativamente a 1,29% no período junho-agosto. As variações mensais registraram taxas de 0,38% em setembro, 0,43% em outubro e 0,41% em novembro. Nos doze meses encerrados em novembro, a variação desse núcleo totalizou 5,85%.

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



Densidade de probabilidade das expectativas para o IPCA em 2005

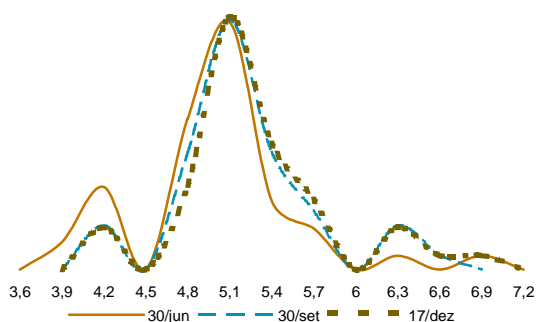


2.5 Expectativas de mercado

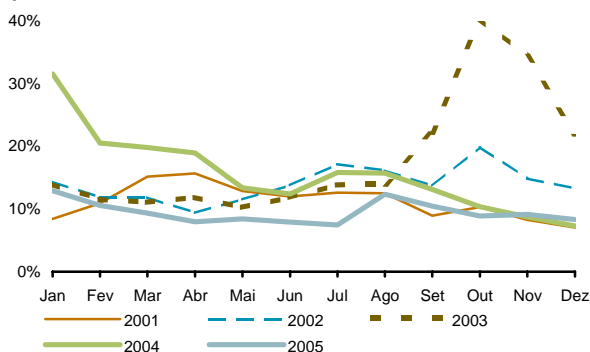
Segundo a pesquisa conduzida pela Gerin do Banco Central, as expectativas de inflação do mercado mostraram relativa estabilidade no último trimestre do ano, interrompendo a trajetória de alta apurada entre maio e setembro. A mediana das expectativas para o IPCA de 2004 passou de 7,3%, no final de setembro, para 7,4%, na segunda metade de dezembro, quando praticamente todos os resultados mensais efetivos do índice já eram conhecidos. Para 2005, a mediana das expectativas para o IPCA permaneceu em 5,8%. Essa aparente estabilidade, no entanto, oculta uma ligeira tendência de alta na primeira metade do trimestre, seguida de um retorno ao nível original no final de novembro. Para 2006, o mercado estima um IPCA de 5%, estável desde meados do segundo trimestre do ano.

A estabilidade da mediana das expectativas para o IPCA de 2005 foi acompanhada pela queda do grau de dispersão da amostra, denotando uma diminuição da incerteza dos participantes da pesquisa quanto à inflação do próximo ano. A distribuição das expectativas da amostra moveu-se

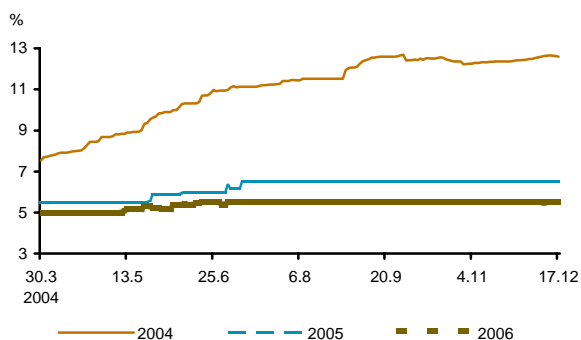
Densidade de probabilidade das expectativas para o IPCA em 2006



Coefficiente de variação das expectativas de mercado para o IPCA



Evolução diária das expectativas de mercado para a inflação medida pelo IGP-M (mediana)



Resumo das expectativas de mercado

	30.6.2004			30.9.2004			17.12.2004		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
IPCA	7,0	5,5	5,0	7,3	5,8	5,0	7,4	5,8	5,0
IGP-M	10,9	6,0	5,0	12,4	6,5	5,5	12,6	6,5	5,5
IPA-DI	13,2	6,3	5,4	15,2	7,0	6,0	15,2	6,9	5,9
Preços Administrados	7,8	6,5	5,5	8,5	7,0	5,9	9,5	7,3	6,0
Selic (fim de período)	15,0	13,5	12,5	17,0	15,3	14,0	...	15,5	14,0
Selic (média do período)	15,8	14,1	12,9	16,3	16,1	14,5	...	16,9	14,6
Câmbio (fim de período)	3,10	3,25	3,40	3,00	3,15	3,30	2,79	3,00	3,15
Câmbio (média do período)	3,03	3,16	3,32	2,98	3,10	3,25	2,93	2,91	3,10
PIB	3,5	3,5	3,6	4,5	3,5	3,5	5,1	3,5	3,5

para a esquerda, concentrando-se em torno da mediana. Para 2006, não houve mudanças significativas na distribuição.

O grau relativamente baixo de dispersão de opiniões para o IPCA de 2005 encontra-se próximo ao padrão histórico de formação de expectativas para o final do ano imediatamente anterior. O gráfico compara o coeficiente de variação (desvio-padrão sobre a média) das expectativas de IPCA para cada ano t entre 2001 e 2005 no primeiro dia útil de cada um dos doze meses do ano anterior. O exercício confirma que as expectativas para 2005 apresentam um alto grau de concentração em torno da média, como ocorreu em 2001 e 2004. Cabe acrescentar que 2002 e especialmente 2003 foram anos atípicos, dados os choques inflacionários nos anos anteriores e seus efeitos sobre a variância das previsões de inflação.

Quanto às expectativas do mercado para o Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M), verificou-se um padrão semelhante ao do IPCA, marcado por aceleração entre o segundo e o terceiro trimestres do ano, seguida de estabilidade no quarto trimestre para as medianas relativas a 2005 (6,5%) e 2006 (5,5%), enquanto a mediana para 2004 ainda apresentou um pequeno aumento no período, subindo de 12,4% para 12,6%.

A relativa estabilidade das expectativas de inflação no quarto trimestre pode ser explicada pela revisão das perspectivas do mercado para a taxa de câmbio e pela política monetária, compensando o efeito inverso do aumento das estimativas para o reajuste dos preços administrados. Em particular, a trajetória esperada para a taxa de câmbio foi revista para o horizonte de longo prazo, trazendo a expectativa para a média de 2005 de R\$3,10/US\$1,00, no final de setembro, para R\$2,91/US\$1,00, na segunda metade de dezembro; para a média de 2006, a expectativa de taxa de câmbio apreciou-se de R\$3,25/US\$1,00 para R\$3,10/US\$1,00 no mesmo período. Para as taxas de câmbio de final de ano, observou-se movimento de igual magnitude.

Destaque-se ainda que, ao longo do trimestre, o mercado reviu sua percepção para a política monetária no médio prazo, com conseqüente aumento de 16,1% a.a. para 16,9% a.a. para a meta da taxa Selic média esperada em 2005, e de 15,3% a.a. para 15,5% a.a. para a meta de dezembro do próximo ano. Essa revisão, entretanto, não se estendeu às expectativas para a meta da taxa Selic de 2006.

2.6 Conclusão

A trajetória da inflação nos últimos meses foi favorecida pela continuidade da apreciação cambial e, principalmente, pelo comportamento dos preços da alimentação, em particular dos produtos *in natura*, que registraram acentuada redução. Não obstante, indicadores como o índice de difusão e, sobretudo, os núcleos de inflação revelam movimento inflacionário persistente, caracterizado pela ampliação do movimento de alta de preços entre os diversos segmentos.

Embora a evolução desse quadro nos próximos meses contemple a redução expressiva de riscos advindos do mercado internacional de petróleo, no cenário interno dois fatores suscitam apreensão. O primeiro está associado à diferença observada no comportamento dos preços dos produtos industriais no atacado e no varejo, expresso por uma taxa de repasse inferior à assinalada em períodos recentes. O segundo decorre do aumento sazonal de demanda em dezembro, intensificada, neste ano, pelo elevado patamar da atividade econômica.

Adicionalmente, vislumbram-se para os próximos meses fatores que tendem a pressionar os índices de preços, ainda que temporariamente. 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.

3.1 Crédito

A evolução do crédito no trimestre encerrado em novembro refletiu a continuidade do crescimento do ritmo da atividade econômica e o aumento da procura sazonal de recursos pelo setor produtivo, condicionado pelo crescimento das atividades relacionadas às vendas de fim de ano e pela dinamização dos negócios associados ao plantio agrícola.

Nesse contexto, no que se refere às atividades empresariais, predominaram os financiamentos concedidos com recursos domésticos e com repasses do sistema BNDES. No segmento de pessoas físicas, a demanda por crédito evidenciou a consolidação das operações consignadas em folha de pagamento e, conseqüentemente, a melhora do perfil de endividamento das famílias. Essa mudança, conjugada às condições mais favoráveis de renda e emprego, vem contribuindo para a redução dos índices de inadimplência ao longo do ano.

As operações de crédito do sistema financeiro atingiram R\$479,7 bilhões em novembro, com crescimentos de 5,2% no trimestre e de 18,1% em doze meses. Como resultado, a participação dos empréstimos totais em relação ao PIB elevou-se de 25,4%, em agosto, para 26,1%. Os financiamentos concedidos pelos bancos privados, que respondem por 61% do total do sistema, somaram R\$292,7 bilhões, acréscimo de 5,5% no trimestre, com relevância para os segmentos de pessoas físicas e comércio. A carteira das instituições públicas totalizou R\$187,1 bilhões, com expansão de 4,8% de agosto a novembro, ressaltando-se os empréstimos ao setor rural.

O crédito destinado ao setor privado totalizou R\$460,2 bilhões em novembro, apresentando aumento de 5,4% no trimestre. Consideradas por atividade econômica, as operações direcionadas ao segmento outros serviços totalizaram R\$79,1 bilhões, o que representa uma expansão

Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões							
	2004				Variação			
	Ago	Set	Out	Nov	3 meses	12 meses		
Total	456,0	464,6	474,7	479,7	5,2	18,1		
Recursos livres	258,4	263,1	268,4	273,0	5,7	23,0		
Pessoa jurídica	154,3	156,6	160,0	160,5	4,0	19,3		
Cambiais	54,2	52,4	52,2	50,0	-7,8	3,7		
Pessoa física	104,1	106,5	108,5	112,5	8,1	28,6		
Direcionados	166,6	169,8	173,9	174,5	4,7	8,5		
Habitação	23,9	23,8	24,0	24,1	0,7	4,3		
Rural	48,2	50,6	51,9	53,6	11,3	22,3		
BNDES	91,0	91,9	94,4	93,3	2,5	4,0		
Outros	3,6	3,5	3,6	3,5	-1,8	-14,9		
Leasing	11,7	12,2	12,8	12,8	8,7	46,2		
Setor público	19,3	19,5	19,6	19,5	1,2	31,1		
Participação %:								
Total/PIB	25,4	25,7	26,1	26,1				
Rec. livres/PIB	14,4	14,6	14,7	14,8				
Rec. direc./PIB	9,3	9,4	9,5	9,5				

de 2,3%, destacando-se os desembolsos para os ramos telecomunicações e cartões de crédito. Os financiamentos concedidos à indústria alcançaram R\$124,6 bilhões, com alta de 2,7%, explicada, principalmente, por concessões aos segmentos aeronáutico, automotivo e de energia. Os empréstimos destinados ao comércio somaram R\$54,9 bilhões, com crescimento de 7,7% no trimestre encerrado em novembro.

As operações com o setor público totalizaram R\$19,5 bilhões em novembro, com elevação de 1,2% no trimestre. A dívida dos governos estaduais e municipais somou R\$14,3 bilhões, variação de 2,9% no mesmo período, com ênfase nos ramos de energia e transportes urbanos. O estoque de crédito do governo federal alcançou R\$5,2 bilhões, com contração de 3,3% em relação ao saldo de agosto.

O volume das operações de arrendamento mercantil cresceu 8,7% no trimestre, atingindo R\$12,8 bilhões em novembro, com destaque para as operações com pessoas físicas envolvendo o ramo automotivo. As novas concessões alcançaram R\$3,8 bilhões no período setembro-novembro, 27,4% superiores ao valor registrado no trimestre encerrado em agosto.

Recursos direcionados

O total de crédito com recursos direcionados atingiu R\$174,5 bilhões em novembro, com elevação de 4,7% no trimestre. O desempenho foi determinado pela evolução de 2,5% nos financiamentos efetuados pelo sistema BNDES, cujo volume alcançou R\$93,3 bilhões, e pelo crescimento de 11,3% nas operações destinadas ao setor agropecuário.

Os desembolsos concedidos pelo BNDES somaram R\$35,3 bilhões de janeiro a novembro, com aumento de 23,6% em relação ao mesmo período de 2003. Por segmentos da atividade econômica, os créditos destinados ao setor de comércio e serviços totalizaram R\$15,9 bilhões, com acréscimo de 47,1% no período, tendo sido destinados, fundamentalmente, às áreas de energia, transportes e telecomunicação. Os financiamentos para a indústria totalizaram R\$13,1 bilhões, queda de 4%, salientando-se os segmentos de veículos e equipamentos de transporte. O setor agropecuário absorveu R\$6,3 bilhões, representando elevação de 52,9% no ano, reflexo da maior disponibilidade de recursos para investimentos rurais, com ênfase para o Programa de Modernização para Aquisição de Máquinas e Implementos Agrícolas (Moderfrota). Adicionalmente, as

Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-nov		Variação (%)
	2003	2004	
Total	28 556	35 284	23,6
Indústria	13 622	13 080	- 4,0
Outros equip. transporte ^{1/}	4 808	4 554	- 5,3
Veículo automotor	2 383	2 096	- 12,0
Prod. alimentício e bebidas	1 613	1 645	2,0
Celulose e papel	412	935	126,9
Metalurgia básica	832	722	- 13,2
Máq. e equipamentos	410	695	69,5
Comércio/Serviços	10 789	15 867	47,1
Eletricidade, gás, água quente	4 390	6 455	47,0
Transporte terrestre	2 458	4 044	64,5
Correio e Telecomunicação	50	1 551	3 002,0
Construção	763	1 120	46,8
Comércio e rep. de veículos	1 422	856	- 39,8
Agropecuária	4 145	6 337	52,9

Fonte: BNDES

1/ Inclui indústria aeronáutica.

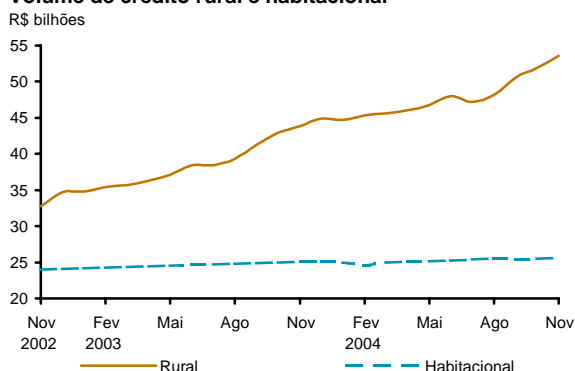
contratações efetuadas por micro, pequenas e médias empresas alcançaram R\$11,4 bilhões, correspondentes a 32,3% do total de desembolsos, apresentando elevação de 26,5% no período.

As consultas realizadas ao BNDES, que representam a etapa inicial nos financiamentos de médio e longo prazos, atingiram R\$90,1 bilhões nos onze primeiros meses do ano, com expansão de 121,3% em relação ao mesmo período de 2003. Em termos setoriais, as solicitações da indústria somaram R\$49,4 bilhões, com acréscimo de 148,8% sobre o resultado de 2003, devido à demanda mais intensa dos setores de metalurgia, transportes aéreos e indústria extrativa. Os pedidos encaminhados pelo segmento de comércio e serviços atingiram R\$33,3 bilhões, com aumento de 116,4% no ano, prevalecendo os ramos de construção e de eletricidade e gás. No que se refere à agropecuária, o montante de consultas alcançou R\$7,5 bilhões, alta de 35,8% comparativamente ao ano anterior.

A carteira de crédito rural somou R\$53,6 bilhões em novembro, apresentando crescimento de 11,3% no trimestre, determinado pelas liberações para o custeio da safra 2004/2005, com predomínio de aplicações obrigatórias. Em consequência, a participação relativa do custeio elevou-se de 39% para 41,9%, no período, enquanto as parcelas referentes a investimentos e comercialização declinaram para 50,2% e 7,9%, respectivamente, ante 52,6% e 8,4% no trimestre anterior.

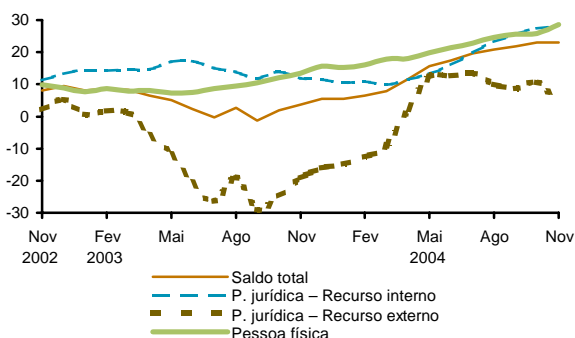
Os financiamentos direcionados ao setor habitacional somaram R\$24,1 bilhões em novembro, apresentando estabilidade no trimestre. Esse desempenho foi condicionado pela redução trimestral de 24,3% nos desembolsos efetuados com recursos provenientes da caderneta de poupança, total de R\$661 milhões.

Volume de crédito rural e habitacional



Evolução do volume de crédito com recursos livres

Variação percentual em 12 meses



Operações de crédito com recursos livres

O saldo das operações de crédito com recursos livres apresentou elevação de 5,7% no trimestre, atingindo R\$273 bilhões. A participação desses empréstimos no total do sistema financeiro atingiu 56,9% em novembro, ante 56,7% em agosto.

Os empréstimos contratados por pessoas jurídicas alcançaram R\$160,5 bilhões em novembro, com evolução trimestral de 4%. O desempenho foi determinado pelo

crescimento de 10,4% nas modalidades lastreadas em recursos domésticos, cujo volume alcançou R\$110,5 bilhões. No mesmo sentido, a média trimestral das concessões elevou-se 8,1%, situando-se em R\$56,4 bilhões. Esses resultados estiveram associados, principalmente, a aspectos sazonais relacionados às vendas de fim de ano e à ampliação dos negócios vinculados à atividade agrícola.

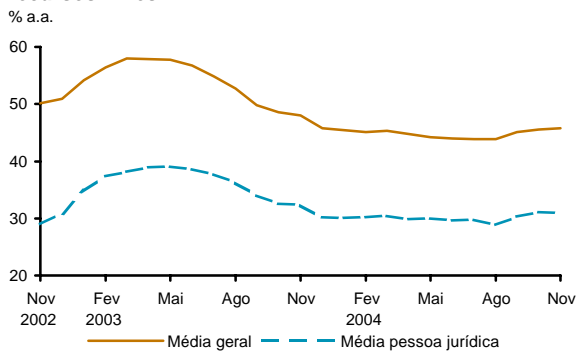
Os financiamentos referenciados em moeda estrangeira somaram R\$50 bilhões, com decréscimo de 7,8% no trimestre, em decorrência da concentração de liquidações e da apreciação cambial registradas no período. Os desembolsos dessas modalidades registraram declínio de 12% na média do trimestre, totalizando R\$8,1 bilhões.

As operações de crédito às pessoas físicas cresceram 8,1% no trimestre, alcançando R\$112,5 bilhões. A média trimestral das concessões cresceu de R\$31,1 bilhões, em agosto, para R\$33 bilhões, em novembro. O aumento das contratações por parte das famílias vem refletindo a continuidade do crescimento das operações de crédito pessoal, com destaque para os empréstimos em consignação em folha de pagamento. Adicionalmente, destaca-se o desempenho dos financiamentos para aquisição de bens, associado à melhora dos níveis de confiança dos consumidores.

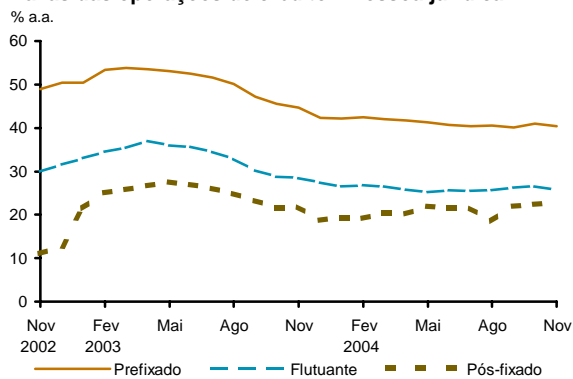
A taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres atingiu 45,7% a.a. em novembro, com crescimento de 1,8 p.p. no trimestre. Esse comportamento pode ser atribuído à elevação gradual recente da taxa de juros básica e seu impacto sobre a curva de juros no mercado futuro, considerada referência para a definição das taxas ativas praticadas pelas instituições financeiras. Nos últimos doze meses, contudo, a taxa média apresentou retração de 2,3 p.p.

Nos segmentos de pessoas jurídicas e de pessoas físicas, as taxas médias apresentaram aumentos de 2,1 p.p. e de 0,3 p.p., alcançando, respectivamente, 30,9% a.a. e 63,4% a.a. Assinale-se que, nos financiamentos para empresas, o resultado refletiu, além do aumento na taxa de juros de determinadas operações, a queda na participação relativa de Adiantamento sobre Contratos de Câmbio (ACC), modalidade que apresenta custo mais reduzido comparativamente às demais. Com relação aos empréstimos para pessoas físicas, o aumento foi atenuado pela expansão dos contratos com desconto em folha de pagamento, que apresentam taxas significativamente inferiores às outras linhas de crédito desse segmento, assim como pela redução no custo dos financiamentos de veículos, cujo referencial de custo de captação são as taxas de longo prazo.

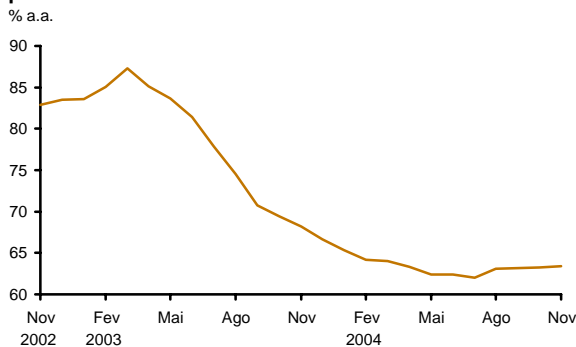
Taxas das operações de crédito com recursos livres



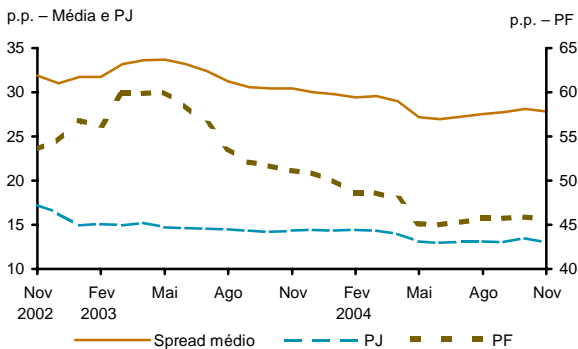
Taxas das operações de crédito – Pessoa jurídica



Taxas das operações de crédito a juros prefixados – Pessoa física

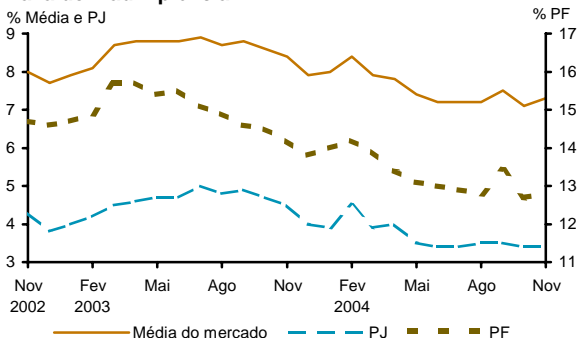


Spread médio das operações de crédito com recursos livres



O *spread* bancário das operações de crédito com recursos livres alcançou 27,8 p.p. em novembro, com aumento de 0,3 p.p. em relação ao nível de agosto. Esse desempenho pode ser associado, entre outros fatores, às incertezas relativas à evolução da taxa básica de juros. Contribuiu, também, o aumento da representatividade da carteira de pessoas físicas nos empréstimos totais, tendo em vista o *spread* mais elevado observado nas operações com esse segmento.

Taxa de inadimplência^{1/}

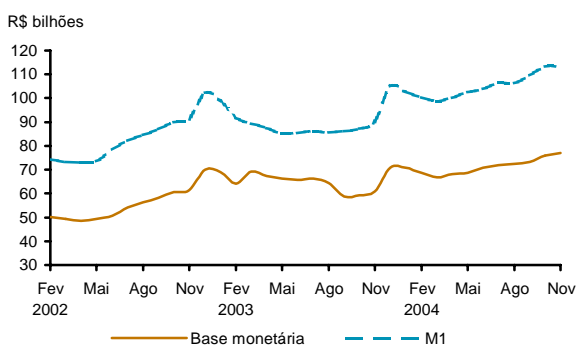


A inadimplência relativa ao crédito com recursos livres apresentou relativa estabilidade no trimestre, situando-se em 7,3% em novembro. Os atrasos relativos às operações com pessoas jurídicas e com pessoas físicas mantiveram-se em 3,4% e em 12,8%, respectivamente. Tendo em vista a utilização habitual do décimo terceiro salário pelas famílias para liquidação de dívidas, deve persistir a continuidade da melhora na qualidade das carteiras desses tomadores neste final de ano.

1/ Percentual da carteira de recursos livres com atraso superior a 15 dias.

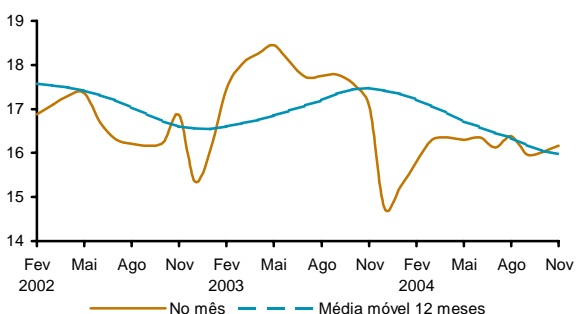
3.2 Agregados monetários

Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários



A média dos saldos diários dos meios de pagamento, em seu conceito restrito (M1), atingiu R\$113,2 bilhões ao final de novembro, aumentando 25,7% nos últimos doze meses. Esse resultado traduz expansões de 23,5% no saldo médio do papel-moeda em poder do público e de 27,1% nos depósitos à vista.

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.

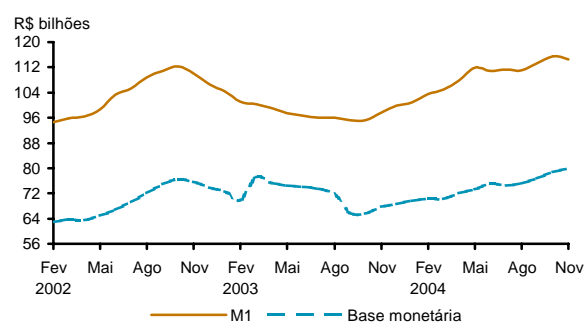
A velocidade-renda, que mantinha-se estável desde março, reduziu-se no trimestre, indicando o crescimento dos componentes do M1 acima do produto nominal.

Com relação aos dados dessazonalizados e deflacionados pelo IPCA, evidencia-se a retomada da trajetória de alta do M1, em função, basicamente, do crescimento contínuo da atividade econômica e da evolução do volume das operações de crédito.

Em conformidade com o comportamento dos depósitos à vista, a base monetária, considerando a média dos saldos diários, atingiu R\$77 bilhões em novembro, registrando aumento de 26,2% em doze meses. Esse resultado refletiu acréscimos de 24,7% no saldo médio do papel-moeda emitido e de 29,5% nas reservas bancárias.

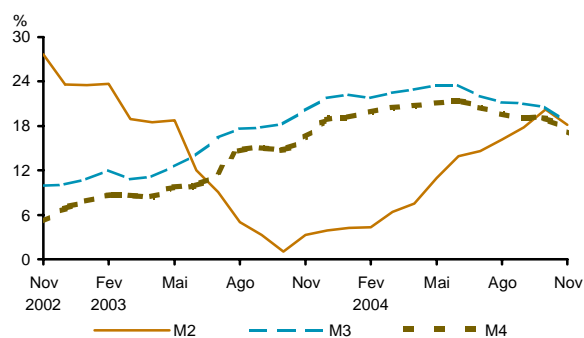
No que se refere às fontes de emissão primária de moeda, as operações do Tesouro Nacional determinaram impacto contracionista de R\$8,1 bilhões no trimestre finalizado

M1 e base monetária a preço de novembro de 2004, dessazonalizado^{1/}



1/ Índice de preço: IPCA.

Meios de pagamentos ampliados – Variação percentual em 12 meses



em novembro. No mesmo sentido, o conjunto de operações com o sistema financeiro resultou em contração monetária de R\$4 bilhões, decorrente, em grande parte, do ajuste de R\$3,3 bilhões nas operações com derivativos e do ingresso de R\$567 milhões referente à exigibilidade adicional sobre depósitos. Esse desempenho, associado ao crescimento de R\$2,9 bilhões na demanda por base monetária, gerou resgates líquidos de títulos públicos federais de R\$15 bilhões, no trimestre.

Objetivando equalizar as condições de concorrência entre instituições de porte diferenciado, o Banco Central alterou a exigibilidade de recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo. Assim, por meio da Circular 3.262, de 19.11.2004, as instituições financeiras passaram a recolher somente a parcela que exceder R\$300 milhões.

O crescimento dos meios de pagamento ampliados no trimestre setembro-novembro esteve condicionado, basicamente, pela continuidade do ingresso de recursos externos, pelo movimento expansionista das operações de crédito do sistema financeiro e pela liberação de recursos relativos às restituições de imposto de renda e ao Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Nesse contexto, o conceito M2, que engloba o M1 mais os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, registrou elevações de 4,6% no trimestre encerrado em novembro e de 18,2% em doze meses. A variação trimestral refletiu aumentos de 4,2% no saldo dos depósitos a prazo e de 2% no das cadernetas de poupança, estas apresentando captação líquida positiva entre novembro e agosto.

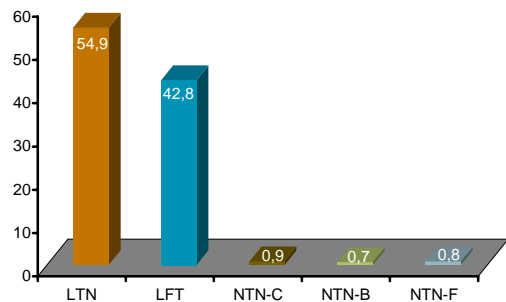
O M3, que inclui o M2, os fundos de renda fixa e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamento em operações compromissadas, realizadas entre o setor não financeiro e o sistema financeiro, elevou-se 4% no trimestre encerrado em novembro e 18,5% em doze meses. No trimestre, registrou-se ingresso líquido de R\$4 bilhões nos fundos de investimento. O conceito M4, que agrega o M3 e os títulos públicos de detentores não financeiros, apresentou saldo de R\$1,1 trilhão em novembro, aumentos de 3,5% no trimestre e de 17,1% em doze meses.

Assinale-se que, desde outubro de 2004, os meios de pagamento ampliados apresentam mudança metodológica, com a inclusão no conceito M2 do componente Depósitos para Investimento, que contempla os valores das contas correntes de depósitos para investimento (Conta Investimento).

Títulos públicos federais

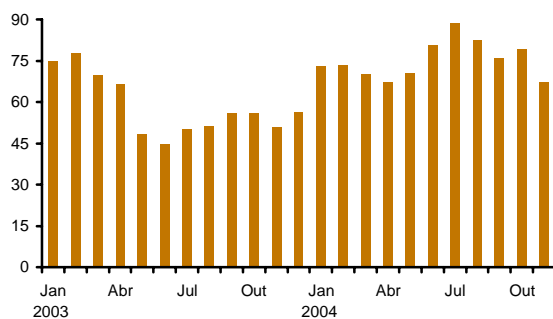
Emissões de títulos públicos federais – Setembro a novembro 2004

Participação %



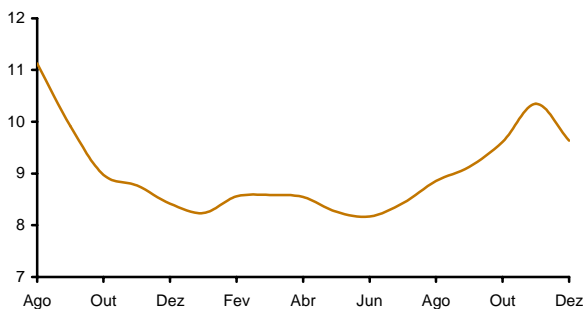
Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

R\$ bilhões



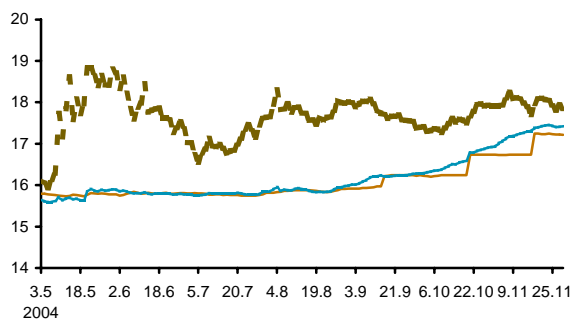
Taxa de juros *ex-ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses

% a.a.



Selic x swap DI x Pré

% a.a.



Fonte: BM&F

De setembro a novembro, as operações com títulos públicos federais foram expansionistas em R\$2 bilhões. Excluídas as operações de troca de títulos, que totalizaram R\$18,9 bilhões, as colocações somaram R\$77 bilhões e os resgates, R\$78,9 bilhões.

No trimestre, o Banco Central não realizou operações de *swaps* cambiais, resgatando integralmente os títulos indexados à taxa de câmbio, Notas do Banco Central – Série Especial (NBCE) e Notas do Tesouro Nacional – Série D (NTN-D). De setembro a novembro, os vencimentos desses papéis equivaleram a US\$3,3 bilhões e os de *swaps*, a US\$1,6 bilhão.

O montante médio mensal girado em operações compromissadas de controle de liquidez reduziu-se de R\$82,4 bilhões, em agosto, para R\$67,2 bilhões, em novembro. Os ajustes de R\$3,3 bilhões com operações de *swaps* cambiais e o superávit primário de R\$8,1 bilhões do Tesouro Nacional exerceram impacto expressivo nessa contração.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A taxa de juros real *ex-ante* para o prazo de um ano, com base em pesquisa realizada regularmente pelo Banco Central junto ao mercado financeiro, atingiu 9,6% a.a. em 16 de dezembro, ante 8,9% a.a. ao final de agosto. Esse crescimento refletiu a expectativa do mercado em relação à condução da política monetária, tendo em vista a permanência das expectativas para a inflação em nível superior ao da meta estabelecida.

Dessa forma, a perspectiva de elevação da taxa de juros materializou-se nos contratos firmados na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F). Entretanto, analisando-se a curva de juros da BM&F, evidencia-se avanço marginal mais intenso até meados do terceiro trimestre de 2005. A taxa referencial de *swap* DI x pré para contratos de 360 dias, por seu turno, permaneceu próxima a 18% a.a.

Adicionalmente, considerando-se a mesma pesquisa do Banco Central, a expectativa para a taxa Selic em dezembro de 2005 situava-se em 15,5% a.a.

Mercado de capitais

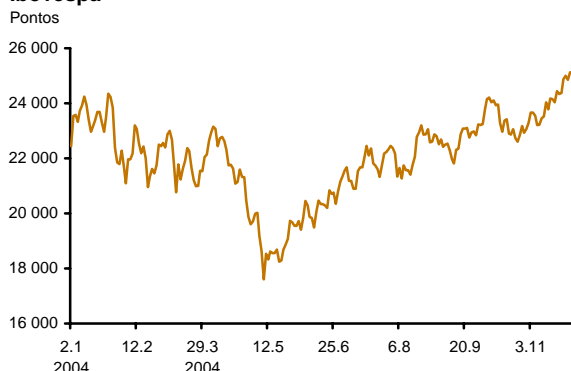
O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) registrou, no último trimestre, aumento de 10,2%, atingindo 25.128 pontos. A valorização do índice foi acompanhada pelo aumento médio de 10,1% no volume negociado, cuja média diária atingiu R\$1.255 milhões no trimestre.

O comportamento da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) refletiu o comprometimento do governo com políticas fiscais e monetárias responsáveis, tais como a manutenção de um superávit primário compatível com uma trajetória de queda para a relação dívida/PIB e a condução da política monetária visando ao cumprimento das metas para a inflação, juntamente com a intensa retomada da atividade econômica interna.

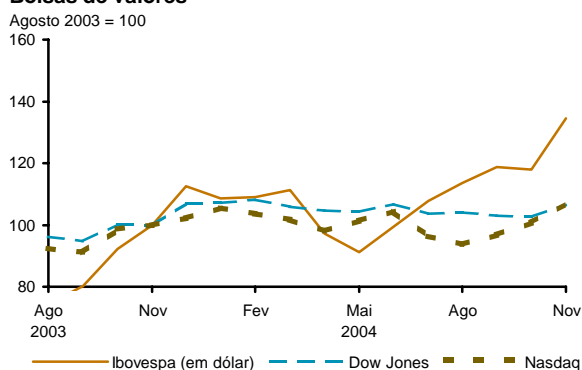
Em dólares, a evolução do Ibovespa acusou rentabilidade de 12,6% de agosto a novembro. O índice *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) acumulou alta de 2,5% no trimestre e o *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* (Nasdaq), de 14,1%.

O financiamento das empresas no mercado de capitais mediante emissões primárias de ações, debêntures e notas promissórias atingiu R\$14,4 bilhões até novembro, crescimento de 127,3% em relação ao mesmo período de 2003. O crescimento expressivo é explicado, em parte, pela reduzida base de comparação. As captações em ações e em debêntures apresentaram acréscimo, respectivamente, de R\$3,1 bilhões e de R\$4,5 bilhões em relação ao mesmo período de 2003. Em relação às debêntures, merece destaque a existência, ao final de novembro, de ofertas de emissão em análise da ordem de R\$5,6 bilhões, equivalentes a 63% do total de registros aprovados no ano.

Ibovespa

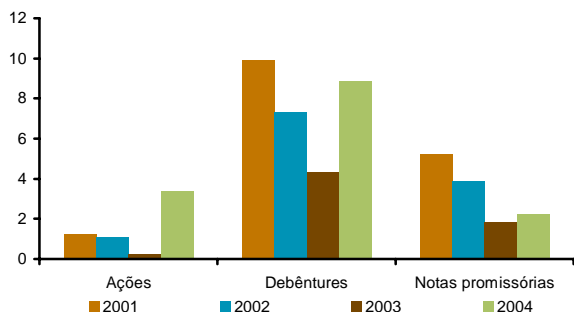


Bolsas de valores



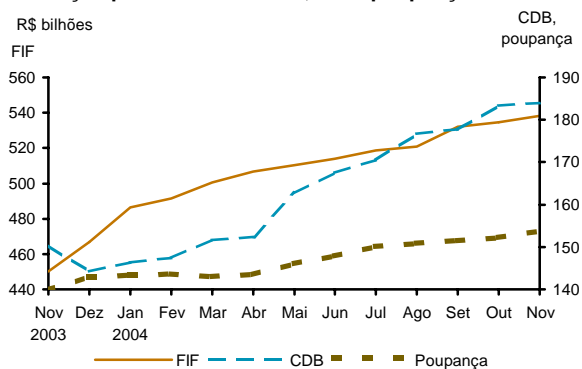
Emissão primária no mercado de capitais

R\$ bilhões – Acumulado até novembro



Fonte: CVM

Evolução patrimonial de CDB, FIF e poupança

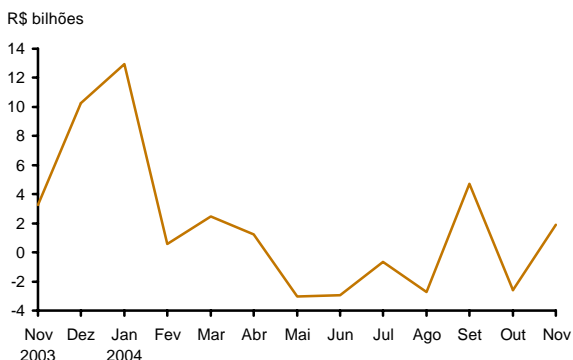


Aplicações financeiras

O saldo das aplicações financeiras, que inclui as cadernetas de poupança, os depósitos a prazo e os fundos de investimento, totalizou R\$896,2 bilhões em novembro, com crescimento de 2,7% em relação a agosto.

O patrimônio dos fundos de investimento atingiu R\$538,1 bilhões ao final de novembro, com captação líquida de R\$4 bilhões no trimestre setembro-novembro. Com relação à movimentação de recursos nos diversos tipos de fundos de investimento, verificou-se, no trimestre, o aumento da procura pelos referenciados em depósitos interfinanceiros

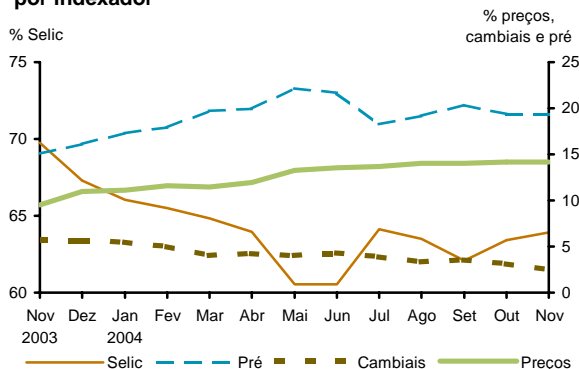
FIF – Captação líquida



(DI), que possuem carteira composta, basicamente, por títulos pós-fixados. Por sua vez, os fundos de renda fixa apresentaram captação líquida negativa no trimestre.

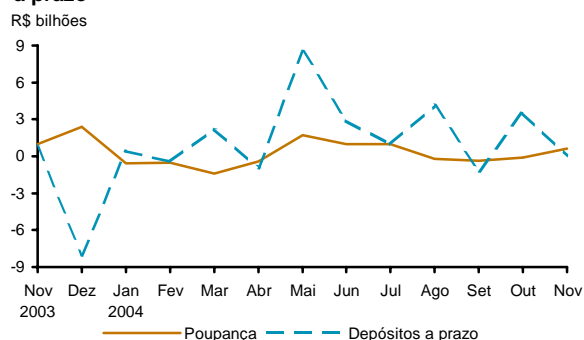
Acompanhando a expectativa de alta da taxa Selic, a carteira dos fundos de investimento financeiro apresentou, em termos consolidados, aumento de títulos pós-fixados em detrimento dos títulos prefixados. Além disso, observou-se a continuidade da tendência ascendente, identificada desde março, da participação dos títulos indexados a índices de preços, atingindo 14,2% em novembro, ante 11,4% no final de março. Refletindo a apreciação do real frente ao dólar, a parcela de títulos atrelados à taxa de câmbio declinou de 4,1%, em março, para 2,5%, em novembro.

Evolução de títulos públicos na carteira dos fundos, por indexador



A caderneta de poupança e os depósitos a prazo registraram, ao final de novembro, saldos de R\$153,8 bilhões e R\$184 bilhões, respectivamente, com variações no trimestre de 2% e de 4,1%. Nesse período, a caderneta de poupança apresentou captação líquida positiva de R\$181 milhões, enquanto a modalidade depósitos a prazo absorveu ingresso líquido de R\$2,4 bilhões. Ressalte-se que, no trimestre, a exemplo do que ocorreu com os fundos de investimento financeiro, registrou-se aumento na procura por títulos privados com rentabilidade pós-fixada e flutuante.

Captação líquida – Caderneta de poupança e depósito a prazo



Com relação à rentabilidade das aplicações financeiras, os fundos de investimento financeiro (FIF) e os depósitos a prazo proporcionaram retornos de 3,6% e 3,7%, respectivamente, no trimestre setembro a novembro. A caderneta de poupança, com aniversário no primeiro dia do mês, rendeu 1,9% no trimestre.

Os fundos de ações, que englobam os fundos de investimento em títulos e valores mobiliários (FITVM) e os fundos mútuos de privatização (FMP) e que captam aplicação de recursos do FGTS, atingiram patrimônio de R\$44,1 bilhões em novembro, com crescimento e rentabilidade média de 6,9% e 6,3%, respectivamente, no trimestre.

Visando estimular a poupança financeira de longo prazo, o governo federal criou novas regras para o Imposto de Renda (IR) incidente sobre ganhos de aplicações financeiras. As Medidas Provisórias 206 e 209 estabelecem, a partir de janeiro de 2005, alíquotas diferenciadas de IR para aplicações de renda fixa conforme o prazo de aplicação. No caso das aplicações de renda variável, a alíquota de IR diminuirá de 20% para 15%, independentemente do prazo da aplicação.

3.3 Política fiscal

Necessidades de financiamento do setor público

Resultado primário

Acumulado no ano		R\$ milhões	
Período	Jan-nov	FMI – Critério de desempenho	
	(I)	Jan-dez (II)	(I)/(II) (%)
1999	-32 888	-30 185	109,0
2000	-41 532	-36 720	113,1
2001	-46 601	-40 200	115,9
2002	-57 070	-50 300	113,5
2003	-70 294	-65 000	108,1
2004	-84 828	-71 500	118,6

Resultado primário do setor público consolidado

Segmento	2002		2003		2004	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo central	-36,3	-3,0	-46,3	-3,3	-55,5	-3,5
Governos regionais	-12,2	-1,0	-14,4	-1,0	-17,9	-1,1
Empresas estatais	-8,6	-0,7	-9,6	-0,7	-11,5	-0,7
Total	-57,1	-4,7	-70,3	-5,0	-84,8	-5,3

Em novembro, o setor público não financeiro registrou superávit primário de R\$6,9 bilhões. No ano, o superávit atingiu R\$84,8 bilhões, 5,3% do PIB, comparativamente a R\$70,3 bilhões, 5% do PIB, de janeiro a novembro de 2003. Em doze meses, o superávit primário atingiu R\$80,7 bilhões, 4,6% do PIB.

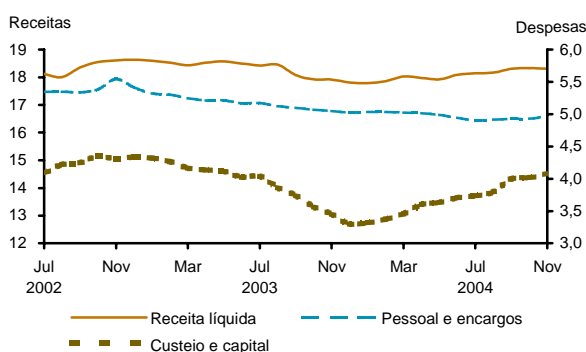
Os resultados alcançados até novembro estão em linha com a meta de superávit definida para o ano, correspondente a 4,5% do PIB, registrando-se margem compatível com a sazonalidade representada pelo último bimestre do ano, quando ocorre maior concentração de gastos orçamentários.

O aumento do superávit acumulado de janeiro a novembro de 2004, ante o assinalado no mesmo período do ano anterior, refletiu o desempenho favorável registrado em todas as esferas do governo. Dessa forma, o superávit do Governo Central aumentou 0,3 p.p. do PIB, o dos governos regionais, 0,1 p.p. do PIB e o das empresas estatais, 0,04 p.p. do PIB.

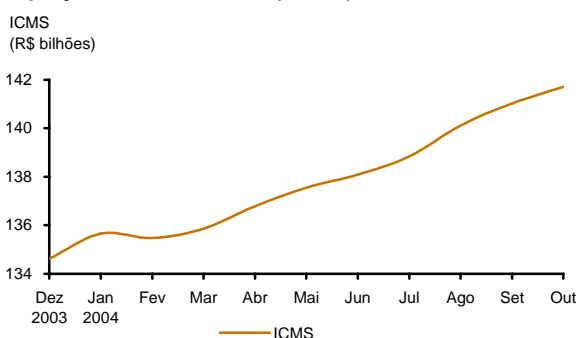
O desempenho do Governo Central foi resultante de déficits de R\$24,7 bilhões e R\$197 milhões, respectivamente, apresentados pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e pelo Banco Central e de superávit de R\$80,4 bilhões do governo federal. A elevação de R\$11,8 bilhões, 0,18 p.p. do PIB, no superávit do governo federal esteve associada, fundamentalmente, ao crescimento da arrecadação de impostos e contribuições de competência da União. De fato, o recolhimento de tributos federais, de janeiro a novembro de 2004, atingiu R\$289,9 bilhões, superando a arrecadação relativa a igual período do ano anterior em R\$42,4 bilhões. Esse aumento da arrecadação, que representa crescimento real de 9,9%, considerando-se o IPCA como deflator, decorreu, principalmente, do crescimento da atividade econômica e da adoção de medidas de caráter administrativo, destinadas a melhorar a eficiência do fisco e a combater a sonegação.

Ressalte-se que, em resposta a esse melhor desempenho na arrecadação, o governo federal adotou, recentemente, uma série de medidas de desoneração tributária visando estimular a poupança de longo prazo e os

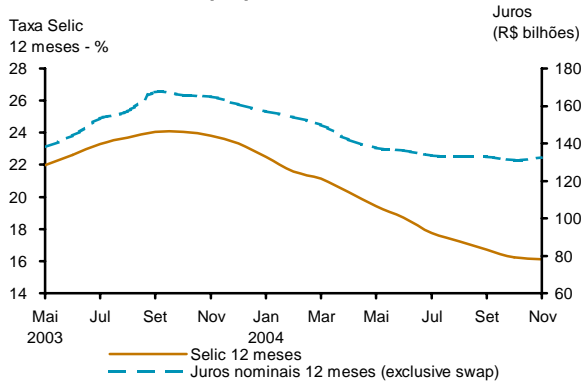
Receitas x Despesas – Fluxo em 12 meses – Governo federal – % PIB



Arrecadação de ICMS – Acumulado em 12 meses a preços de outubro 2004 (IGP-DI)



Taxa Selic x Juros apropriados



Necessidades de financiamento do setor público

Acumulado no ano: Jan-nov

Discriminação	2003		2004	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	66,0	4,7	31,9	2,0
Primário	- 70,3	- 5,0	- 84,8	- 5,3
Juros	136,3	9,6	116,7	7,3
Fontes	66,0	4,7	31,9	2,0
Financiamento interno	80,8	5,7	63,3	4,0
Dívida mobiliária	115,2	8,1	68,4	4,3
Dívida bancária	- 27,0	- 1,9	- 1,7	- 0,1
Outros	- 7,5	- 0,5	- 3,4	- 0,2
Financiamento Externo	- 14,8	- 1,0	- 31,4	- 2,0

investimentos, fortalecer o mercado de capitais, além de contribuir para a geração de empregos e elevação da renda.

Os gastos do governo federal atingiram 16,3% do PIB de janeiro a novembro de 2004, comparativamente 15,6% do PIB no mesmo período de 2003, registrando-se redução no desembolso com pessoal e encargos sociais, de 4,86% para 4,78% do PIB, e aumento das despesas com custeio e capital, de 4,23% para 4,85% do PIB. Os gastos com benefícios previdenciários totalizaram 6,56% do PIB, ante 6,38%, em 2003.

O resultado dos governos regionais continuou influenciado favoravelmente pela retomada do nível de atividade econômica, registrando-se crescimento real de 6,4% na arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) nos dez primeiros meses de 2004, em relação ao período correspondente no ano anterior, considerado o IGP-DI como deflator. No tocante às despesas, a observância dos limites de endividamento e de despesas administrativas continuam favorecendo o equilíbrio fiscal dos governos regionais e, indiretamente, proporcionando melhoria de eficiência e qualidade do gasto público.

As empresas estatais apresentaram reversão do déficit registrado no primeiro semestre, ocasionado por fatores pontuais, a exemplo da distribuição de dividendos e/ou da concentração de investimentos. Dessa forma, o superávit acumulado até novembro, como proporção do PIB, situou-se no mesmo patamar do ocorrido no mesmo período de 2003.

O total de juros nominais apropriados em novembro de 2004 alcançou R\$10,3 bilhões. No ano, a apropriação atingiu R\$116,7 bilhões, 7,3% do PIB, comparativamente a R\$136,3 bilhões, 9,6% do PIB, em 2003, redução vinculada, principalmente, à trajetória declinante da taxa Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). Nesse sentido, em 2004 a taxa Selic efetiva acumulada até novembro atingiu 14,6%, ante 21,7% em igual período de 2003. A redução dos juros apropriados foi ainda mais relevante se considerado o expressivo declínio dos ganhos proporcionados pelas operações de *swap* cambial realizadas pelo Banco Central nos dois períodos, de R\$13,1 bilhões, de janeiro a novembro de 2003, para R\$4,5 bilhões, em face da maior estabilidade da taxa de câmbio registrada em 2004.

As necessidades de financiamento do setor público no conceito nominal, conceito que abrange o resultado primário e os juros nominais apropriados, apresentaram déficit

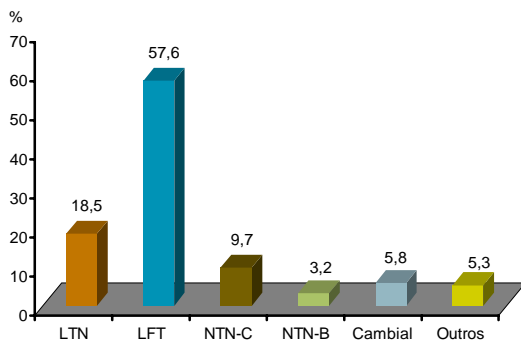
de R\$3,5 bilhões em novembro. Considerado o resultado acumulado no ano, o déficit nominal totalizou R\$31,9 bilhões, 2% do PIB, comparativamente a R\$66 bilhões, 4,7% do PIB, em 2003, representando o melhor resultado nominal registrado nessa base de comparação desde o início da divulgação da série, em 1991. Essa performance foi determinada, sobretudo, por taxas básicas de juros mais reduzidas e pela manutenção de resultados primários favoráveis.

Quanto às principais fontes de financiamento do déficit nominal acumulado no ano, a dívida mobiliária apresentou expansão de R\$68,4 bilhões e a dívida bancária e os financiamentos externos, contrações de R\$1,7 bilhão e de R\$31,4 bilhões, respectivamente.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, elevou-se de R\$761,8 bilhões, 42,4% do PIB, em agosto de 2004, para R\$784,9 bilhões, 42,6% do PIB, em novembro de 2004. A variação assinalada no trimestre refletiu contrações proporcionadas por resgates líquidos de R\$1,8 bilhão no mercado primário e pela apreciação de 6,9% do real frente ao dólar, e, em sentido inverso, a incorporação de juros da ordem de R\$28,5 bilhões.

Composição da dívida mobiliária federal – Novembro 2004



A parcela da dívida mobiliária federal interna indexada ao dólar passou de R\$57,8 bilhões, em agosto, para R\$45,5 bilhões, em novembro, em razão de resgates cambiais líquidos no valor de R\$9,9 bilhões e da apreciação do real. No período, excluídos os contratos de *swap* cambial, a participação dos títulos cambiais no total da dívida mobiliária federal reduziu-se de 7,6% para 5,8%, e a dos títulos referenciados à taxa Selic, de 58,5% para 58,4%. Quando considerados os contratos de *swap*, a participação cambial passou de 13,1% para 10,3% e a dos títulos vinculadas à Selic, de 53% para 53,8%. O percentual relativo à dívida prefixada aumentou de 16,7% para 18,7%, evidenciando as emissões líquidas de R\$14,2 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) efetivadas no período.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, apresentava, em novembro, R\$15,6 bilhões, 2% do total, vencendo em dezembro de 2004; R\$347,4 bilhões, 44,3% do total, em 2005; e, R\$421,9 bilhões, 53,7% do total, a partir de janeiro de 2006.

Trajetória do Endividamento Líquido e Critérios de Valorização do PIB

A razão entre a dívida líquida do setor público (DLSP) e o Produto Interno Bruto (PIB) é considerada um indicador relevante para a avaliação da sustentabilidade da política fiscal, em especial nas economias emergentes. No caso brasileiro, essa relação não apresentava redução anual desde 1994, trajetória revertida em 2004, quando apresentou queda de 6,1 p.p., até novembro. Esse resultado refletiu os efeitos do arcabouço de política macroeconômica em vigor, com a continuidade do desempenho fiscal favorável, em todas as esferas de governo, a queda do volume de juros apropriados sobre a dívida em função do progresso no combate à inflação, a apreciação do real decorrente da melhora significativa das contas externas e a expressiva retomada da atividade econômica.

A análise da relação DLSP/PIB requer a estimação mensal do PIB, na medida em que o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulga o resultado agregado com periodicidades trimestral e anual, enquanto os dados fiscais são mensais. Adicionalmente, existe a questão da defasagem da divulgação dessas estatísticas, com os dados fiscais sendo divulgados até trinta dias após o encerramento do mês e os valores nominais do PIB sendo disponibilizados em torno de noventa dias após o final de cada trimestre.

Nesse contexto, objetivando a divulgação mensal da relação com defasagem reduzida, o Banco Central estima o PIB mensal da economia brasileira. Os fluxos mensais do PIB podem ser expressos em termos reais ou nominais, opção na qual podem ser contabilizados em valores correntes ou ser valorizados para um determinado período com a utilização de um índice de preços. A metodologia

utilizada no cálculo do PIB mensal e de sua valorização encontra-se no boxe "PIB Valorizado e Dívida Líquida do Setor Público", no "Relatório de Inflação" de setembro de 2003.

É intuitivo que em qualquer processo inflacionário a soma dos valores mensais correntes do PIB em um determinado período, digamos de doze meses, seja menor do que a soma dos valores mensais "inflacionados" para o último mês do período por qualquer índice de preços. Da mesma forma, é evidente que, em um caso limite de inflação zero, a soma desses fluxos seja a mesma. No Brasil, embora as taxas de inflação encontrem-se, atualmente, em patamar reduzido, considera-se mais conveniente valorizar os fluxos mensais do PIB, a fim de se obter valores acumulados em unidades do mês de referência. Isso porque o estoque da dívida já incorpora a variação dos índices de preços incidentes sobre os diversos componentes do endividamento.

Os índices de preços disponíveis para a estimação do PIB valorizado podem ser divididos em dois grandes grupos, os índices gerais e os índices ao consumidor. O índice geral de maior aceitação para tratar dos preços da produção interna é o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), calculado pela Fundação Getulio Vargas (FGV). Quanto aos índices de preços ao consumidor, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor – Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE, é o índice adotado como referência do regime de metas para a inflação. A principal diferença entre o IGP-DI e o IPCA é que o primeiro inclui preços no atacado, com ponderação duas vezes superior à dos preços ao consumidor, e custos da construção civil, além dos preços ao consumidor.

Em relação ao comportamento desses índices de preços, observa-se maior sensibilidade do IGP-DI às alterações na taxa de câmbio, em função dos repasses mais rápidos e completos aos preços internos no atacado. Depreciações cambiais provocam crescimento do nível geral de preços superior ao do nível de preços ao consumidor, com efeitos diferentes no cálculo do PIB valorizado pelo IGP-DI ou pelo IPCA.

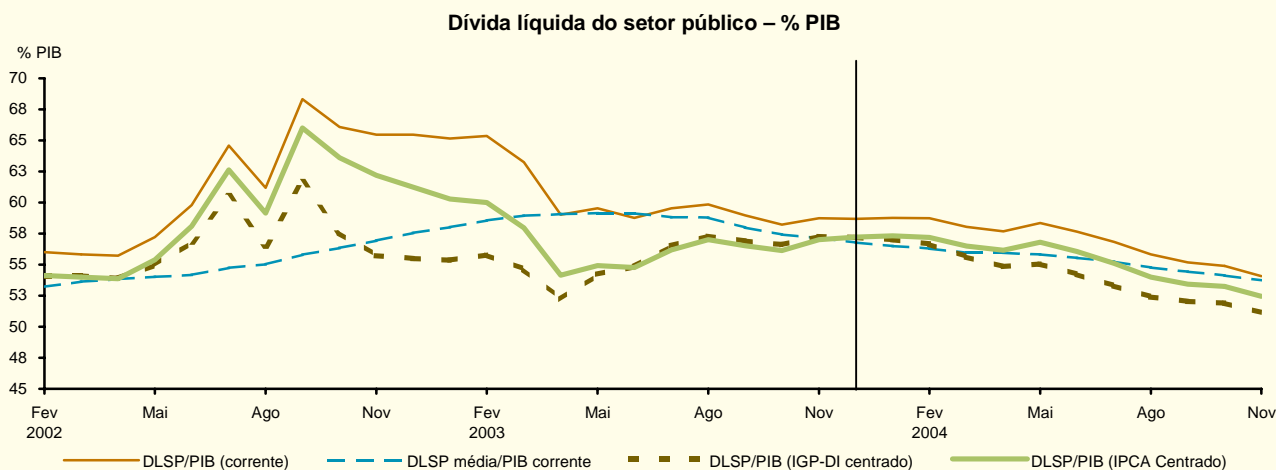
Entretanto, as alterações cambiais afetam diretamente o valor absoluto da DLSP, uma vez que

a dívida externa, as reservas internacionais e parcela da dívida interna são vinculadas à moeda estrangeira. Conforme metodologia de aceitação generalizada, as variações na taxa de câmbio, assim como na paridade entre as moedas estrangeiras a que está vinculada a dívida pública, são apropriadas por regime de competência, resultando em impacto imediato em seu valor.

Resumidamente, o impacto de um choque cambial sobre a relação DLSP/PIB ocorre em dois momentos distintos. No primeiro, a relação aumenta, evidenciando a elevação do estoque da dívida. A magnitude do impacto registrado no momento seguinte estará condicionada pelo índice utilizado para a valorização do PIB, ocorrendo redução mais acentuada na relação caso o índice utilizado seja o IGP-DI. Essa trajetória reflete o impacto mais intenso de choques cambiais sobre índices que incorporam de forma mais expressiva a variação dos preços no atacado.

O gráfico a seguir retrata a trajetória da DLSP sob quatro diferentes critérios de comparação com o PIB: o oficial, considerando o PIB acumulado em doze meses, valorizado pelo IGP-DI centrado; e três alternativos: o primeiro, considerando a valorização do PIB pelo IPCA; o segundo, considerando o PIB corrente acumulado em doze meses; e o terceiro, comparando a dívida média dos últimos doze meses com o PIB corrente, acumulado em doze meses.

Relativamente a esse último critério de estimação da relação DLSP/PIB, que constitui-se em forma de apresentação da trajetória da dívida em alguns países, é relevante que se ressaltem dois aspectos. O primeiro diz respeito à suavização da curva, que passa a distribuir eventuais movimentos bruscos apresentados pela DLSP. O outro aspecto refere-se à sua tendência declinante registrada a partir de meados de 2003 e persistente em 2004, embora com inclinação menos acentuada do que as associadas aos demais critérios. Nestes, registraram-se quedas, em 2004, de 6,1 p.p., com valorização do PIB pelo IGP-DI centrado; de 4,8 p.p., com valorização pelo IPCA; e de 4,6 p.p. com a utilização do PIB corrente. Ressalte-se que, considerando qualquer dos critérios alternativos, teria ocorrido redução da relação também em 2003.



Nesse contexto pode-se afirmar que:

- qualquer que seja o critério adotado para valorização do PIB registrou-se melhoria significativa na relação dívida/PIB em 2004, o que evidencia a relevância do comportamento favorável dos principais fatores condicionantes da dívida;
- a relação DLSP/PIB deve utilizar o PIB valorizado, tendo em vista as taxas de inflação ainda vigentes no país;
- a utilização do IGP-DI como inflator do PIB confere maior estabilidade à relação dívida/PIB, haja vista que a depreciação (apreciação) eleva (reduz) a dívida por um lado, mas por outro eleva (reduz) a variação do IGP e, conseqüentemente, o PIB valorizado;
- elevações significativas do IGP-DI posteriores a choques cambiais, usualmente superiores às registradas pelos índices ao consumidor, embora favoreçam a redução da relação dívida/PIB, tendem a apresentar efeito simétrico no período seguinte, quando ocorrer o retorno do índice ao patamar original. Nesse caso, a queda na relação dívida/PIB em um período subsequente seria menor ou até mesmo poderia ocorrer sua elevação, eliminando-se, assim, a possibilidade de subestimação da relação ao longo do tempo.

As operações de *swap* cambial atingiram R\$35,6 bilhões em novembro, comparativamente a R\$42,1 bilhões em agosto. O resultado dessas operações no trimestre, definido como a diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$3,6 bilhões, no critério de competência. No critério caixa, esse resultado foi favorável em R\$3,3 bilhões.

Dívida líquida do setor público

A dívida líquida do setor público não financeiro totalizou R\$941,1 bilhões, 51,1% do PIB, em novembro, comparativamente a R\$941,3 bilhões, 52,4% do PIB, em agosto, e a R\$913,1 bilhões, 57,2% do PIB, em dezembro de 2003.

Ressalte-se que a relação dívida líquida/PIB atingiu o nível mais baixo desde junho de 2001, quando situou-se em 51%. Essa redução esteve associada a uma combinação de fatores positivos, como a continuidade do equilíbrio fiscal em todos os segmentos do setor público, taxas de juros mais reduzidas, apreciação da taxa de câmbio e retomada do crescimento da economia. Adicionalmente, destaca-se a mudança no perfil do endividamento, com menor exposição às flutuações do câmbio. Esses fatores vêm favorecendo a rolagem da dívida em mercado e a consolidação da trajetória sustentável da relação dívida/PIB.

No que se refere aos principais fatores condicionantes da redução da dívida líquida no ano, de 6,1 p.p. do PIB, a apreciação cambial e o efeito do crescimento do PIB valorizado responderam por quedas de 0,6 p.p. e 7,6 p.p., respectivamente, enquanto as necessidades de financiamento e a variação de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida líquida responderam por acréscimos de 1,7 p.p. e 0,4 p.p., nessa ordem.

A dívida bruta do governo geral, que engloba governo federal, INSS, governos estaduais e governos municipais, passou de R\$1.292 bilhões, 71,9% do PIB, em agosto, para R\$1.309 bilhões, 71,1% do PIB, em novembro, basicamente em função de encargos capitalizados na dívida mobiliária. Relativamente a dezembro de 2003, registrou-se queda correspondente a 5,8 p.p. do PIB.

Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2002		2003		2004	
	Dezembro		Dezembro		Novembro	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	881 108	55,5	913 145	57,2	941 054	51,1
Fluxos	Acumulados no ano				Novembro	
Var. DLSP	220 241	2,9	32 037	1,7	27 908	- 6,1
Fatores	220 241	13,9	32 037	2,0	27 908	1,5
NFSP	61 614	3,9	79 030	4,9	31 859	1,7
Primário	-52 390	- 3,3	-66 173	- 4,1	-84 828	- 4,6
Juros	114 004	7,2	145 203	9,1	116 687	6,3
Ajuste cambial	147 225	9,3	-64 309	- 4,0	-10 937	- 0,6
Dív. interna ^{1/}	76 662	4,8	-22 715	- 1,4	- 2 124	- 0,1
Dív. externa	70 564	4,4	-41 594	- 2,6	- 8 813	- 0,5
Outros ^{2/}	753	0,0	16 712	1,0	7 591	0,4
Reconhecimento						
de dívidas	14 286	0,9	604	0,0	- 527	0,0
Privatizações	-3 637	- 0,2	0	0,0	- 78	0,0
Efeito crescimento						
PIB		- 11,0		- 0,3		- 7,6

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

3.4 Conclusão

O desempenho das operações de crédito do sistema financeiro, no período de setembro a novembro de 2004, esteve condicionado pelos fatores positivos prevalecentes na conjuntura econômica interna. O comprometimento do governo com as políticas fiscal e monetária, evidenciado pela elevação do superávit primário e pela atuação da autoridade monetária no cumprimento da meta de inflação, vem contribuindo para a consolidação dos fundamentos macroeconômicos, favorecendo a continuidade do processo de crescimento da atividade econômica.

Em relação ao custo do crédito, o comportamento das taxas ativas praticadas pelas instituições financeiras refletiu o processo de elevação da taxa Selic, iniciado em setembro. A evolução dos juros de mercado evidenciou, ainda, o avanço marginal nas operações de crédito em prazos mais curtos, consistente com a sazonalidade do período, pactuadas a taxas de juros mais elevadas.

Em função do crescimento contínuo da atividade econômica e da expansão do volume das operações de crédito, os meios de pagamento retomaram a trajetória de alta. No tocante às fontes de emissão primária de moeda, as operações do Tesouro Nacional destacaram-se com impacto contracionista. No mesmo sentido, o conjunto de operações com o sistema financeiro, em virtude do ajuste nas operações com derivativos e do ingresso de recursos referentes à exigibilidade adicional sobre depósitos, também contribuiu como fator contracionista da base monetária. Conseqüentemente, o aumento na demanda por base monetária gerou resgates líquidos de títulos públicos federais no período.

Os resultados fiscais observados no ano continuam favoráveis em todos os segmentos do setor público e situaram-se em níveis compatíveis com as metas fixadas para o ano. Assinale-se a continuidade do desempenho do segmento de governos, principal responsável pelo aumento do superávit acumulado no ano, sustentado por aumento da arrecadação, sobretudo decorrente do nível de atividade, e redução de gastos de pessoal e encargos, em contexto de aumento de despesas de custeio e de investimento.

Adicionalmente, a evolução favorável da relação dívida líquida/PIB reflete a conjugação de fatores positivos, em especial a continuidade do equilíbrio fiscal em todos os segmentos do setor público, taxas de juros mais reduzidas,

apreciação da taxa de câmbio e retomada do crescimento da economia.

O equilíbrio fiscal, aliado ao perfil e à sustentabilidade do endividamento vêm contribuindo para a melhoria da percepção do risco-país. Além disso, os resultados alcançados denotam o alinhamento da política fiscal com os demais objetivos macroeconômicos de médio e longo prazos.

Após relativo desaquecimento no segundo trimestre, a economia mundial vem apresentando desempenho mais vigoroso no segundo semestre. Nesse sentido, 2004 deverá constituir-se, segundo previsões do Banco Mundial, no melhor ano para o crescimento econômico nos países em desenvolvimento, desde 1974. De acordo com estimativas da Instituição, o crescimento nesses países deverá atingir 6,1%, ante crescimento global de 4%, tendência ratificada pelos prognósticos dos demais organismos multilaterais. Esse resultado deveu-se a um sólido desempenho econômico que se alastrou por todas as regiões desde 2003, salientando-se que, embora os mesmos organismos prevejam desaceleração moderada em 2005 e 2006, pode-se afirmar que a economia global passou do estágio de recuperação para o de expansão.

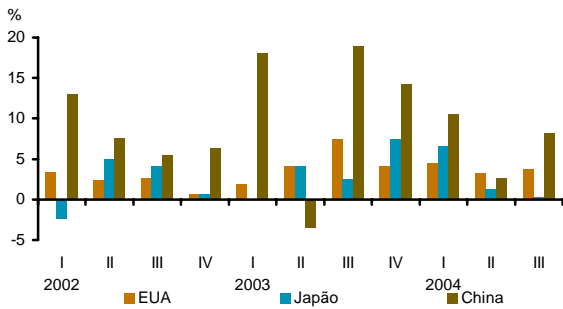
Apesar dessa perspectiva de expansão do produto mundial no médio e longo prazos, persistem alguns riscos a esse cenário, como a sustentação dos preços do petróleo em patamares elevados, as necessidades de financiamento dos déficits gêmeos norte-americanos, que pressionariam o dólar, podendo provocar aumento indesejado nas taxas de juro de longo prazo. No curto prazo, contribuem positivamente para o comportamento da economia global os baixos *spreads* praticados nos mercados internacionais e o desempenho favorável dos mercados acionários.

4.1 Atividade econômica

No segundo trimestre, a retração da demanda nos Estados Unidos, em razão da alta dos preços do petróleo, e a adoção de medidas visando evitar o superaquecimento econômico na China resultaram em arrefecimento do nível de atividade nas duas áreas de maior dinamismo da economia mundial. A desaceleração dessas economias afetou negativamente, e com alguma defasagem, as exportações de outras regiões, como Japão e Área do Euro, que também sofreram os efeitos da elevação dos custos de

energia. Nos Estados Unidos, porém, o desaquecimento da economia no segundo trimestre caracterizou-se por uma suave oscilação em torno da linha de tendência do crescimento do PIB, que deve superar 4% em 2004 e seguir avançando a taxas anualizadas entre 3% e 4% até o final de 2005.

EUA, Japão e China – PIB^{1/}

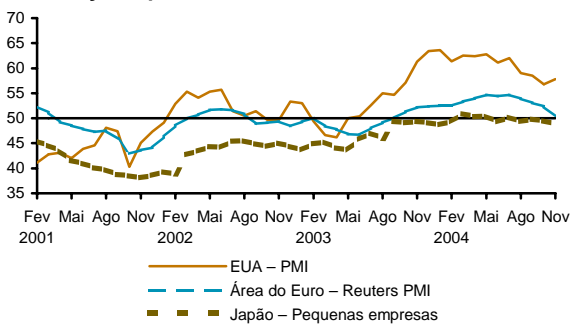


Fontes: Bureau of Economic Analysis, Economic Planning Agency, JP Morgan

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

A economia norte-americana, apesar da gradual redução do estímulo monetário e dos acentuados déficits fiscal e em transações correntes, cresceu 4% em termos anualizados, no terceiro trimestre, ante 3,3% no trimestre anterior. O consumo agregado recobrou seu vigor, após significativo recuo no segundo trimestre, assegurando a sustentação da demanda doméstica. Ao mesmo tempo, resultados positivos apresentados pelo setor corporativo, favorecido pelo comportamento dos mercados financeiros, continuaram possibilitando expansão acelerada dos investimentos não residenciais, com efeitos favoráveis sobre o mercado de trabalho.

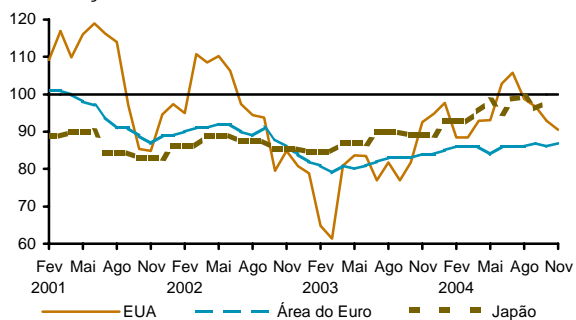
Confiança empresarial



Fontes: Institute for Supply Management (ISM), Reuters, Banco Shoko Chukin

Dados relativos ao início do quarto trimestre demonstram que o mercado imobiliário americano permanece aquecido, ainda que expandindo-se a taxas decrescentes, e que a produção industrial pode estar se recuperando do baixo crescimento apresentado desde o início da atual fase de reaquecimento da economia. A expressiva depreciação do dólar pode contribuir adicionalmente para a recuperação do setor manufatureiro, ao elevar sua competitividade relativamente à produção de outros países. Por outro lado, o avanço da produtividade desacelerou, alcançando 1,9% no terceiro trimestre, após variações de 3,9% e 3,8% nos dois trimestres anteriores.

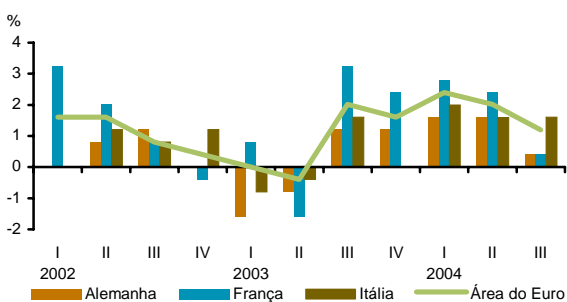
Confiança do consumidor



Fontes: Conference Board, Comissão Européia, Economic and Social Research Institute

A economia japonesa mostra sinais de que o forte ritmo de crescimento apresentado até meados deste ano dificilmente será mantido em 2005. O PIB expandiu-se 0,2% em termos anualizados, no terceiro trimestre. O desaquecimento da demanda externa, refletido no recuo acentuado das exportações, no terceiro trimestre, foi acompanhado pela retração da produção industrial e da formação bruta de capital fixo. Tal cenário é confirmado por retração da confiança empresarial em outubro e em novembro, conforme retratada por indicador referente a pequenas empresas. O consumo privado, por outro lado, mantém-se em expansão desde o início de 2003, podendo contribuir para um cenário positivo, caso se verifique razoável recuperação da demanda externa. Estima-se crescimento do PIB por volta de 4% em 2004, mas inferior a 2% no próximo ano.

Área do Euro – PIB^{1/}

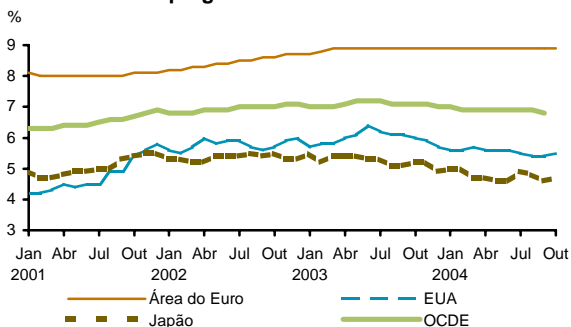


Fonte: Eurostat

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

O desempenho econômico da Área do Euro permanece moderado e as alternativas de política econômica para sua recuperação continuam limitadas. A manutenção de taxas de inflação relativamente altas vem impedindo a aplicação de estímulos monetários, ao mesmo tempo em que a adoção de políticas fiscais expansionistas sofre as restrições determinadas pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento. O PIB da região cresceu 1,2%, em termos anualizados, no terceiro trimestre, após expansão de 2% no período anterior. A persistência da evolução lenta do nível de atividade é, em parte, atribuída ao processo de reestruturação corporativa, que se prolonga por mais tempo do que nos Estados Unidos e no Japão. A principal implicação desse processo é a relutância do setor empresarial em empreender novos investimentos e em contratar mais trabalhadores. Em consequência, permanece contida a propensão a consumir, como demonstra a deterioração das expectativas de consumidores das três principais economias da região, o que impede que a demanda doméstica impulse a economia, ainda se ressentindo da retração da demanda externa, agravada pela apreciação do euro. O crescimento do PIB deve situar-se abaixo de 2% em 2004 e em 2005.

Taxas de desemprego

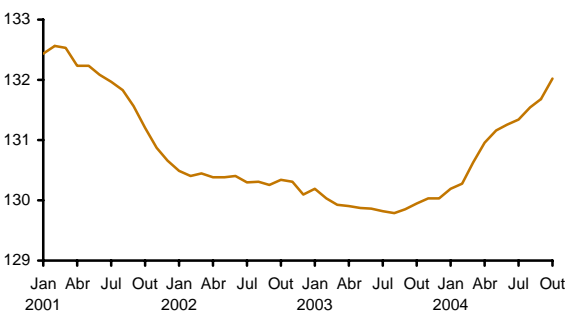


Fontes: Eurostat, Bureau of Labor Statistics, Ministry of Public Management of Japan, OCDE

Na China, as medidas para contenção do superaquecimento da economia resultaram em recuo da expansão do PIB para 2,6% no segundo trimestre, em termos anualizados. Nos três meses seguintes, porém, o nível de atividade retomou sua trajetória de rápido avanço, registrando-se variação do PIB de 8,2%. Apesar de recentes medidas adicionais de política monetária destinadas a conter a inflação, a produção industrial, o investimento em ativos fixos e as vendas ao varejo mantiveram-se fortemente aquecidos nos últimos meses, o que tende a assegurar elevação do PIB superior a 9% neste ano, com discreta desaceleração em 2005, quando a expansão deve permanecer acima de 8%.

EUA – Ocupados no setor não agrícola

Milhões de trabalhadores



Fonte: Bureau of Labor Statistics

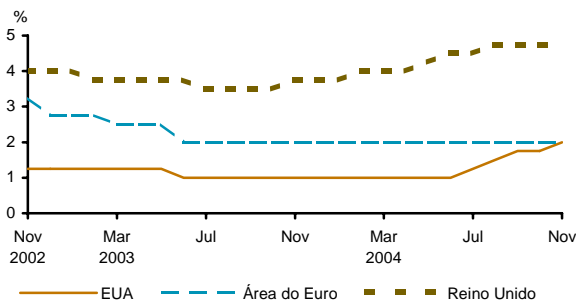
A evolução dos níveis de emprego mantém-se positiva nos Estados Unidos e no Japão, permanecendo estagnada na Área do Euro. A taxa de desemprego na economia norte-americana reduziu-se ao longo do ano, situando-se em 5,4% em setembro, mas voltando a subir para 5,5% em outubro, enquanto as solicitações de seguro-desemprego, após recuo de cerca de cem mil pedidos semanais entre meados de 2003 e meados de 2004, passaram a reduzir-se de forma mais moderada. Assinale-se, ainda, o aumento superior a dois milhões no número de trabalhadores registrados em folhas de pagamento desde o início do ano, sendo tal expansão concentrada nos últimos

meses. A taxa de desemprego no Japão, após atingir 4,9% em julho, encerrou o terceiro trimestre em 4,6%, mesmo patamar do final do trimestre anterior. Na Área do Euro, a taxa de desemprego permanece estável em 8,9% desde março de 2003.

A América Latina apresentará, em 2004, crescimento bastante significativo, provavelmente superior a 5%, beneficiando-se do cenário internacional positivo, com efeitos favoráveis sobre as exportações da região, da melhora dos termos de troca da pauta comercial, reflexo da elevação de preços de importantes *commodities* minerais e agrícolas, e do contexto favorável nos mercados financeiros, que se traduz em acesso mais fácil e mais barato aos fluxos internacionais de capitais. O PIB argentino, ainda em recuperação, deve apresentar crescimento superior a 7% em 2004 e próximo a 5% em 2005. O crescimento da economia mexicana permanecerá em torno de 4% neste e no próximo ano e o da economia chilena, que se beneficia da elevação dos preços do cobre, deverá superar 5%, nos dois anos.

Taxas de juros oficiais

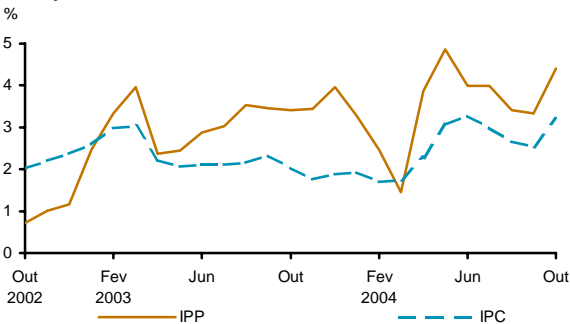
Taxas anuais



Fonte: Federal Reserve, BCE e Banco da Inglaterra

Inflação – EUA

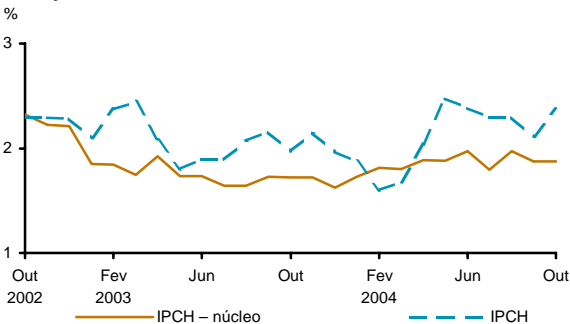
Variação anual



Fonte: Bureau of Labor Statistics

Inflação ao consumidor – Área do Euro

Variação anual



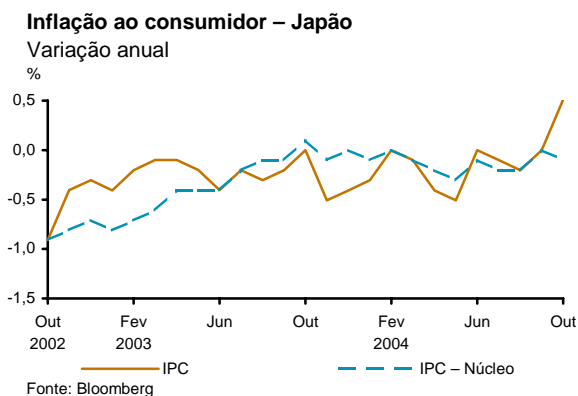
Fonte: Eurostat

4.2 Política monetária e inflação

O *Federal Reserve* (Fed) vem mantendo a estratégia gradualista de condução da política monetária norte-americana. Mais recentemente, contudo, o crescente déficit em conta-corrente desencadeou novas pressões sobre o dólar, expressas na crescente desconfiança de investidores privados quanto à sustentabilidade do financiamento externo da economia norte-americana. Se exacerbados, esses temores poderão provocar alta mais acelerada dos juros nos Estados Unidos, com desdobramentos desfavoráveis para o crescimento da economia mundial e para o equilíbrio financeiro dos países emergentes mais endividados. No que se refere aos preços, a recente alta do petróleo ainda não surtiu impactos inflacionários significativos. Os núcleos da inflação ao produtor e ao consumidor encontram-se, assim, nivelados em torno de 2% ao ano.

Na Área do Euro, apesar da apreciação recorde do câmbio e do crescimento moderado, a inflação persiste em patamar superior a 2%. A recente alta para o nível anual de aproximadamente 2,5% decorre, em parte, da elevação dos preços do petróleo.

A política monetária do Banco do Japão (BoJ) seguiu inalterada nos últimos meses, com o ritmo de aumento dos



preços ao consumidor ainda não permitindo antever um prazo para o término da política de juro zero. O comportamento do deflator do PIB, em particular, ratifica a indefinição quanto ao horizonte de tempo para o fim da deflação, muito embora sua queda tenha sido minorada no terceiro trimestre. A forte desaceleração do crescimento da economia no terceiro trimestre, por seu turno, pode suscitar novas medidas de relaxamento monetário. A apreciação recente do iene leva a crer que o banco central japonês vem intervindo de forma mais moderada no mercado de câmbio, postura observada em outros países da região, tendo em vista as apreciações recentes do won coreano e do baht tailandês.

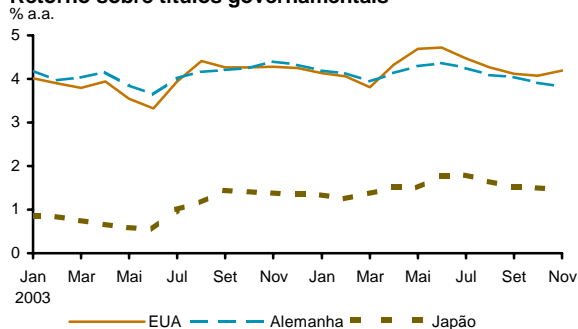
O Banco da Inglaterra, tendo em vista a expressiva desaceleração da economia do Reino Unido no terceiro trimestre e a redução dos preços dos imóveis, em setembro, pela primeira vez em três anos, optou por manter os juros oficiais em 4,75% a.a. na reunião de dezembro. As perspectivas são de que, no próximo ano, o processo de correção da postura da política monetária seja menos intenso que o prevalecente até agora, registrando-se que o Banco da Inglaterra foi o primeiro entre os bancos centrais das principais áreas econômicas a dar início ao processo de alta dos juros, ainda em novembro de 2003.

O Banco Central da China alterou a taxa básica de juros pela primeira vez em nove anos. O aumento, de 5,31% para 5,58% a.a., sinalizou postura mais ativa da autoridade monetária no sentido de arrefecer o crescimento acelerado do País. No mesmo sentido, o banco central chinês decidiu liberar as taxas ativas dos bancos e foram implementadas medidas de desincentivo à entrada de capital especulativo. Essas medidas apontam para a crescente flexibilização dos regimes monetário e cambial no país, não obstante a maior flexibilização da taxa de câmbio, em particular, deva ser precedida de outras medidas preparatórias até sua efetiva implementação.

4.3 Mercados financeiros internacionais

Os rendimentos anuais dos títulos nos Estados Unidos apresentaram volatilidade no trimestre encerrado em novembro. Nesse sentido, a remuneração dos títulos de dois anos oscilou entre 2,41% a 3,05% e a daqueles com vencimento em dez anos, de 4% a 4,35%. Ao longo de setembro, a expectativa de pausa, ainda em 2004, no ritmo da contração monetária, fundamentada pela percepção de

Retorno sobre títulos governamentais^{1/}



Fonte: Bloomberg

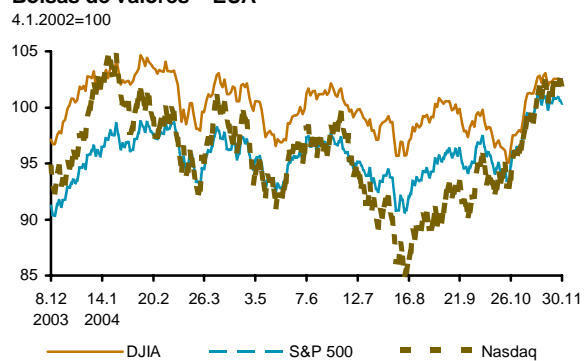
1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de 10 anos.

arrefecimento da atividade e das taxas de inflação, contribuiu para o declínio dos rendimentos. Essa tendência foi revertida nos últimos dias daquele mês, em função do melhor desempenho dos indicadores de atividade econômica, o que tenderia a favorecer o cenário de continuidade da contração monetária.

Na maior parte de outubro, as expectativas quanto à atuação do Fed, em cenário de persistente elevação dos preços do petróleo, não foram as únicas condicionantes da trajetória do retorno dos ativos de renda fixa nos Estados Unidos. O período foi marcado por compras preventivas (*fly to quality*) de títulos governamentais, em face da tensão do período pré-eleitoral, das incertezas geopolíticas e da expectativa de eventual aquisição de títulos norte-americanos por parte de bancos centrais asiáticos para conter a persistente depreciação do dólar. Esse cenário implicou a redução, entre 7 e 25 de outubro, dos rendimentos anuais dos títulos.

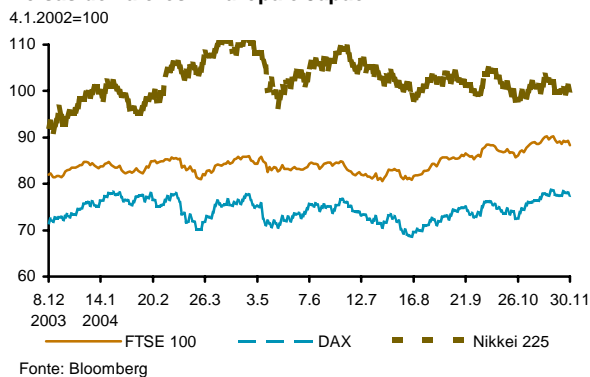
Desde o fim de outubro, contudo, as taxas de juros de mercado reassumiram trajetória ascendente, refletindo a reversão dos posicionamentos preventivos e a percepção de maior dinamismo econômico, em cenário de elevação do custo da mão-de-obra e dos preços dos insumos importados. Nesse contexto, o comportamento recente dos preços dos ativos de renda fixa parece estar mais consistente com a evolução dos fundamentos econômicos, em especial a trajetória declinante da taxa de câmbio, o elevado déficit fiscal e a reduzida taxa de poupança das famílias, fatores que favorecem a continuidade da remoção do estímulo monetário sinalizada pelo Fed. No trimestre encerrado em novembro, os rendimentos dos títulos de dois anos e de dez anos acumularam elevação de 26,8% e de 5,7%, encerrando novembro nos patamares de 3,02% e 4,35%, nessa ordem.

Bolsas de valores – EUA



Fonte: Bloomberg

Bolsas de valores – Europa e Japão



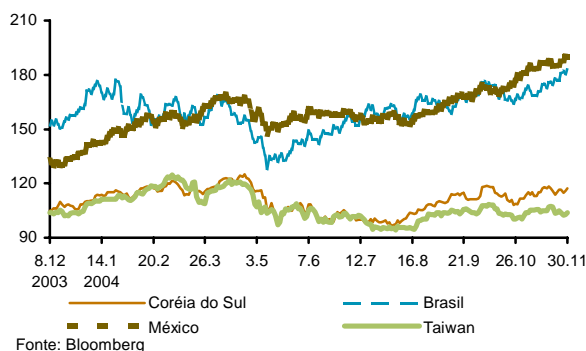
Fonte: Bloomberg

Nas demais economias desenvolvidas, observou-se que, até novembro, as taxas de juros de longo prazo mantiveram a trajetória descendente iniciada em meados de junho, apresentando, no caso das economias européias, menor volatilidade comparativamente à observada nos Estados Unidos. As taxas de juros dos títulos de dez anos no Reino Unido e na Alemanha declinaram 6,9% e 6,1%, respectivamente, de setembro a novembro, enquanto no Japão, a taxa acumulou declínio de 4,3%.

Até a primeira semana de outubro, os mercados acionários reproduziram o ambiente volátil observado nos mercados de renda fixa, com efeitos mais acentuados no Japão e nas economias emergentes. Porém, a partir de 25

Bolsas de valores – Mercados emergentes

4.1.2002=100



Fonte: Bloomberg

Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)



Fonte: Bloomberg

Financiamento externo privado das economias emergentes

	US\$ bilhões			
	2002	2003	2004 ^{1/}	2005 ^{1/}
Investimento acionário líquido (A)	117,6	123,8	137,6	142,7
Investimento direto	116,5	92,0	113,7	117,4
Investimento de portfólio	1,1	31,8	23,9	25,3
Credores privados, líquido (B)	7,3	89,1	88,3	86,7
Bancos comerciais	-8,3	31,6	32,8	37,0
Credores não bancários	15,6	57,5	55,5	49,7
Financiamento privado líquido (A+B)	125,0	212,8	225,9	229,3
América Latina	16,3	30,5	37,0	49,3
Europa	46,6	60,7	68,3	73,7
África e Oriente Médio	1,4	3,6	10,4	5,8
Ásia/Pacífico	60,7	118,1	110,1	100,4

Fonte: IIF

1/ Previsão.

de outubro, as bolsas de valores passaram a evoluir positivamente, amparadas por indicadores econômicos mais sólidos e pelo recuo dos preços do petróleo. Nesse contexto, no trimestre setembro-novembro, os índices Dow Jones, Standard & Poor's 500 e Nasdaq dos Estados Unidos aumentaram 7,3%, 7,5% e 9,9%, respectivamente, e o Nikkei japonês, 2,3%. Os índices europeus *Deutscher Aktienindex* (DAX), *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100) e *Cotation Assistée en Continue* (CAC) elevaram-se 7%, 3% e 4%, nessa ordem, enquanto nas economias emergentes registraram-se aumentos de 8,7% na Coréia, de 9,1% no Brasil e de 11,1% no México. Na Argentina e na Rússia, os índices recuaram 2,2% e 5,7%, nessa ordem.

A reversão paulatina do impulso monetário nos Estados Unidos tem concorrido para a redução sustentada dos prêmios do *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+), em ambiente de avaliação mais favorável dos fundamentos da maioria das economias emergentes. Nesse cenário, os prêmios convergiram para os patamares vigentes no início do ano – ou mesmo inferiores, como no caso da Venezuela. No trimestre encerrado em novembro, o Embi+ declinou 14%, de 438 pontos para 376 pontos, observando-se reduções de aproximadamente 21% nos prêmios do Brasil e da Rússia e de 26% e 16%, nessa ordem, nos relativos à Venezuela e à Turquia.

Esse ambiente econômico positivo tem favorecido o ingresso líquido de capitais para as economias emergentes. Segundo a última projeção dos fluxos de capitais estrangeiros para economias emergentes do *Institute of International Finance* (IIF), o ingresso de capitais estrangeiros privados nas economias emergentes, após crescimento previsto de 6,2% (US\$13,1 bilhões) em 2004, deverá aumentar 1,5% (US\$3,4 bilhões) em 2005, persistindo a tendência de recuperação dos ingressos de capitais estrangeiros iniciada em 2003.

Dentre os componentes responsáveis pela expansão dos influxos de capitais em 2004, assinalem-se os crescimentos estimados em 23,6% (US\$21,7 bilhões) nos investimentos estrangeiros diretos (IED) e em 3,8% (US\$1,2 bilhão) no ingresso líquido de créditos bancários, que, pelo segundo ano consecutivo, apresentou ingresso líquido superior a US\$30 bilhões. Para 2005, a previsão é de que os ingressos líquidos nas mesmas rubricas cresçam, respectivamente, 3,2% (US\$3,7 bilhões) e 12,8% (US\$4,2 bilhões).

Ressalte-se que a expansão nos influxos líquidos de capitais estrangeiros privados nos dois anos deverá ocorrer a despeito da redução no valor dos influxos de portfólio e de créditos privados não bancários em relação aos níveis alcançados em 2003. A menor atratividade do mercado acionário asiático e a maior amortização de créditos não bancários, principalmente títulos de dívida, em 2004, bem como maiores custos de captação de recursos em 2005 são os principais fatores explicativos para essas projeções.

Com relação aos fluxos líquidos de capitais estrangeiros privados para a América Latina, a previsão do IIF sugere comportamento ainda mais positivo do que o apontado para o conjunto das economias emergentes, registrando aumento de 52% (US\$6,5 bilhões), em 2004, e de 33,1% (US\$12,3 bilhões), em 2005. Essas estimativas são atribuídas a crescimentos de 20,7% e 10,9% do IED, e de 33% e 6,9%, dos fluxos de créditos privados não bancários, nos dois anos.

A continuidade da recuperação dos fluxos de capitais privados para países emergentes evidencia a expressiva oferta cambial que um número crescente de economias passou a experimentar, devido a notáveis saldos positivos de comércio e em transações correntes. Registre-se que projeções divulgadas pelo FMI indicam que, após crescimento previsto de 21,4% (US\$50,4 bilhões), em 2004, deverá haver redução da ordem de 5,8% (US\$16,5 bilhões) no superávit em transações correntes das economias emergentes em 2005, que deverá permanecer, no entanto, em patamar superior ao registrado em 2003.

A principal região superavitária em 2005 deverá continuar sendo a Ásia, cujas economias emergentes devem ser responsáveis por 57% do superávit total em transações correntes, e devem receber 44% dos influxos líquidos de capitais privados estrangeiros. As projeções para a América Latina indicam, após expansão de US\$4,6 bilhões, para US\$9 bilhões no superávit em transações correntes das economias da região em 2004, déficit de US\$6,8 bilhões em 2005. Essa reversão, entretanto, não deverá alterar significativamente o nível de oferta de divisas para a região, dada a expansão esperada nos ingressos líquidos de capitais estrangeiros. Prevê-se acumulação de reservas internacionais da ordem de US\$13,2 bilhões para a região, em 2005.

Além da elevação do nível de reservas internacionais, calculada pelo FMI em US\$350,1 bilhões, em 2004, e em US\$291,2 bilhões, em 2005, a continuidade da conjuntura favorável aos fluxos de capitais para as

Economias emergentes – Conta-corrente e acumulação de reservas

	US\$ bilhões			
	2002	2003	2004 ^{1/}	2005 ^{1/}
Conta-corrente	145,0	235,3	285,7	269,2
África	-6,7	-0,4	2,8	5,0
Europa Central e Oriental	-24,0	-35,1	-44,2	-45,2
Comunidade de Estados Independentes	32,2	36,6	61,4	53,6
Ásia Emergente	131,2	172,2	153,2	154,4
Oriente Médio	29,1	57,6	103,5	108,2
América Latina	-16,8	4,4	9,0	-6,8
Acumulação de reservas	197,1	367,0	350,1	291,2
África	7,6	20,0	22,9	23,4
Europa Central e Oriental	14,4	13,6	9,4	5,7
Comunidade de Estados Independentes	11,8	33,6	27,8	34,7
Ásia Emergente	158,4	234,2	232,6	158,0
Oriente Médio	3,3	29,9	44,8	56,3
América Latina	1,6	35,7	12,7	13,2

Fontes: WEO – FMI

1/ Previsão.

economias emergentes deverá propiciar a continuidade da acumulação de ativos e de depósitos internacionais pelos agentes privados residentes nessas economias. Ao lado da constituição de reservas pelo Japão, o aumento das reservas internacionais pelos países emergentes da Ásia tem assumido importância crescente no financiamento do déficit em transações correntes dos Estados Unidos.

Apesar de a partir da última semana de outubro as expectativas de crescimento econômico nos Estados Unidos terem se fortalecido – o que induziu ganhos nas bolsas e promoveu aumento nas taxas de juros de mercado, nos mercados cambiais o dólar apresentou persistente perda de valor. O principal fator indutor desse comportamento foi a mudança de sentimento dos agentes do mercado a respeito da sustentabilidade, no longo prazo, do crescente déficit em transações correntes dos Estados Unidos.

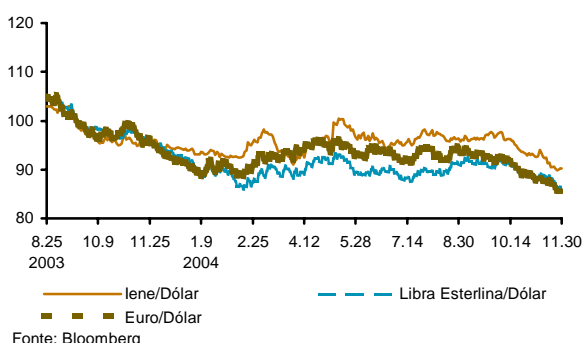
Embora o passivo externo líquido da economia dos Estados Unidos permaneça em nível baixo, de aproximadamente 23% do PIB, a dimensão absoluta do déficit em transações correntes, o ritmo de acumulação líquida de passivos externos que ele induz e a ausência de propostas fiscais do governo capazes de gerar expectativas de redução mais consistente do excesso de absorção de bens e serviços pela economia norte-americana, passaram a exercer influência sobre os agentes do mercado internacional.

Após certa estabilidade em suas cotações de junho a setembro, a moeda norte-americana passou, então, a apresentar forte depreciação frente não só às demais moedas de pagamento internacional, como também às moedas das principais economias emergentes, inclusive as asiáticas, alcançando as mais baixas cotações frente ao euro, ao iene, à libra esterlina e ao dólar canadense.

Em média, entre os últimos dias de setembro e de novembro, a moeda norte-americana depreciou-se 7% frente ao euro e ao dólar canadense, 7,3% em relação ao iene e 4,6% relativamente à libra esterlina. Em relação às moedas de países emergentes, registrem-se os recuos em relação ao real, 4,3%; ao peso mexicano, 1,4%; à lira turca e ao baht, 4,8%; ao dólar taiwanês, 5,2%; e ao won, 8,6%.

A despeito da alteração do padrão de flutuação do dólar em relação às demais moedas no último trimestre, o recente comportamento do mercado cambial não parece emitir sinais de que esteja em curso um ajuste desordenado das taxas de câmbio.

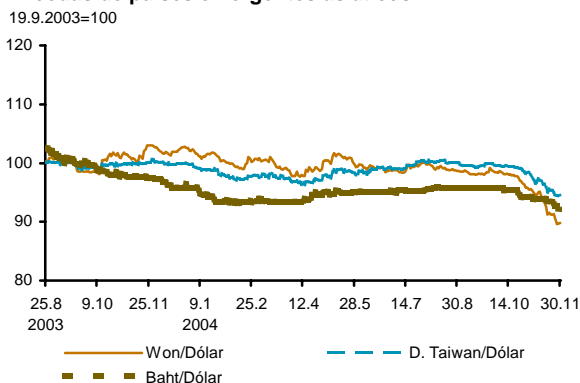
Cotações do dólar



Moedas – América Latina e Turquia



Moedas de países emergentes asiáticos



À medida que as expectativas que vêm produzindo a forte depreciação do dólar frente as principais moedas internacionais não têm exercido, até aqui, dominância sobre a evolução dos preços nos demais mercados financeiros, especialmente nos das ações e dos ativos de renda fixa nos Estados Unidos, o ajuste em curso parece condizer com a noção de que a maior flexibilidade das taxas de câmbio nos maiores países e áreas econômicas é capaz de promover ajustes amplos e sem sobressaltos no sistema financeiro internacional.

4.4 Comércio mundial

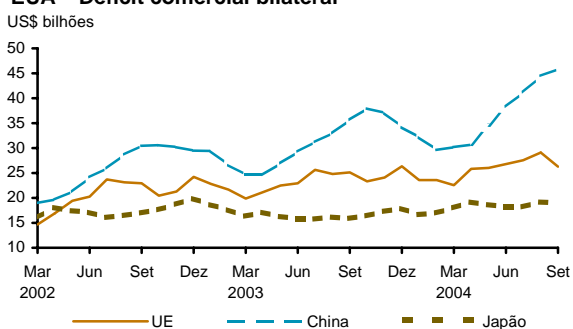
De acordo com estimativas da Organização Mundial do Comércio (OMC) publicadas em outubro, o comércio mundial crescerá 8,5% em termos reais em 2004, ante 4,5%, em 2003. Segundo o Organismo, a alta nas cotações do petróleo e das matérias-primas sobre o volume do comércio em 2004 está sendo compensada pelo vigoroso crescimento do produto e do comércio na China, na América Latina e na África, bem como pela recuperação econômica no Japão. As projeções do FMI estão em linha com as da OMC, e indicam expansões para o comércio mundial de 8,8%, em 2004 e de 7,2%, em 2005.

O déficit acumulado em doze meses, até setembro, da balança de bens e serviços dos Estados Unidos alcançou US\$606 bilhões. De janeiro a setembro de 2004, em relação ao período correspondente do ano anterior, o déficit aumentou cerca de 19%. Essa evolução reflete, em parte, o diferencial entre as taxas de crescimento da economia norte-americana e as de seus parceiros comerciais. Nesse sentido, assinala-se que, embora a alta nos preços do petróleo tenha contribuído para o aumento do déficit comercial, as importações petrolíferas e não petrolíferas se elevaram em termos reais. Ainda refletindo o vigoroso nível de atividade econômica, as importações de bens de capital em setembro foram as maiores desde o início de 2002.

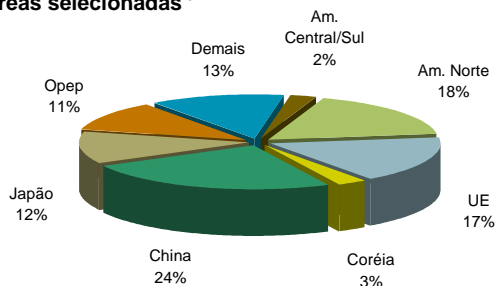
O menor dinamismo das economias que constituem os principais mercados para os produtos norte-americanos impõe limites estreitos ao aumento das exportações. A China, que compõe o pólo dinâmico da economia mundial, é destino de pouco mais de 4% das exportações dos Estados Unidos.

Na Área do Euro, a redução no ritmo de crescimento das exportações e a aceleração das importações comprometeram o resultado comercial da região no terceiro trimestre. Esse movimento foi mais evidente na Alemanha,

EUA – Déficit comercial bilateral^{1/}



EUA – Déficit Comercial por países e áreas selecionadas^{1/}



Fonte: U.S. Department of Commerce/Bureau of Economic Analysis
1/ Acumulado até setembro-2004; Venezuela está incluída na Opep.

onde a contribuição do setor externo para o PIB do terceiro trimestre foi negativa, diversamente do que ocorreu nos quatro trimestres anteriores. Na França, apesar do impacto negativo do setor externo, a alta das importações, reflexo da vigorosa demanda doméstica, foi acompanhada pela aceleração das exportações. No Reino Unido, os fluxos de comércio se elevaram, sobretudo as importações, registrando-se déficit recorde em bases trimestrais, tendência que deverá ser mantida tendo em vista que as importações estão crescendo mais que as exportações, mesmo diante da depreciação da libra. O aumento nos preços do petróleo e a apreciação do euro ante o dólar constituem-se em restrições adicionais à demanda por produtos europeus nos próximos meses.

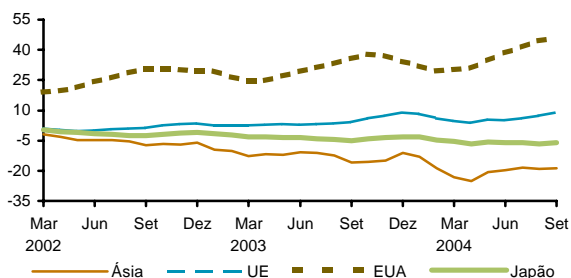
No Japão, o menor nível da atividade global e a alta nas cotações do petróleo afetaram negativamente o comércio exterior. As exportações reduziram-se ante o enfraquecimento da demanda externa e as importações refletiram a alta do petróleo e o crescimento das compras em termos reais. Esses movimentos reduziram o saldo comercial relativo ao período julho-setembro, resultando em contribuição negativa do setor externo para o PIB pela primeira vez em dois anos.

Na China, as exportações desaceleraram, mas se mantiveram em patamar elevado no terceiro trimestre, favorecendo a reversão do saldo acumulado no ano, até setembro, de déficit para superávit. Ainda no terceiro trimestre, em relação ao período anterior, as vendas externas foram sustentadas pela demanda norte-americana, enquanto a demanda por importações enfraqueceu, com declínio das compras de equipamentos elétricos e de aço.

Na América Latina, registre-se o desaquecimento do comércio exterior mexicano no terceiro trimestre, após expansão nos três trimestres anteriores. A atividade manufatureira, que tem se beneficiado da demanda norte-americana, desacelerou, refletindo a estabilização do fluxo de exportações/importações do setor, enquanto a alta nos preços do petróleo contribuiu para a redução do déficit comercial. Como nos períodos anteriores, o comércio exterior da Argentina foi influenciado pelos elevados preços de *commodities* e pela recuperação da atividade econômica. Não obstante, a tendência aponta para a desaceleração dos fluxos comerciais, ante a moderação nos preços das matérias-primas e os limites à expansão continuada da atividade doméstica. Quanto ao Chile, a atividade mineradora, beneficiada pela conjuntura de alta de preços internacionais de *commodities* metálicas, respondeu pelo

China – Saldo comercial bilateral^{1/}

US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg

1/ Média móvel trimestral.

dinamismo do comércio exterior no terceiro trimestre, com os fluxos se elevando frente ao mesmo período de 2003.

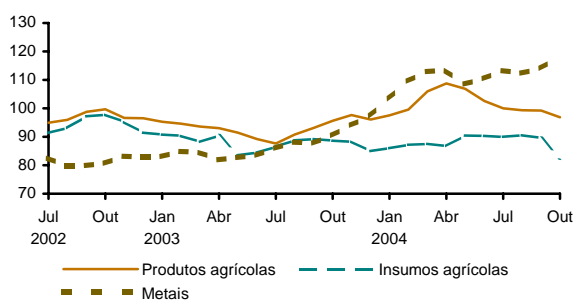
4.4.1 Commodities

Durante o ano, o comportamento das cotações das *commodities* refletiu o desempenho positivo da economia mundial, principalmente dos grandes consumidores internacionais, os Estados Unidos e a China, que continuam pressionando fortemente a demanda por *commodities* agrícolas e minerais.

Embora a partir de abril deste ano tenha havido mudança de tendência nos preços das principais *commodities* agrícolas, cujas cotações estão declinando por pressões geradas, basicamente, pela elevação da produção mundial de algumas lavouras, como soja, milho e algodão, ainda assim seus preços mantêm-se em patamares elevados. Os preços das *commodities* minerais vêm mantendo a tendência ascendente, refletindo as pressões de demanda decorrentes do bom desempenho observado na economia mundial.

Índice de preço de *commodities* em DES

1995 = 100



Fonte: Fundo Monetário Internacional

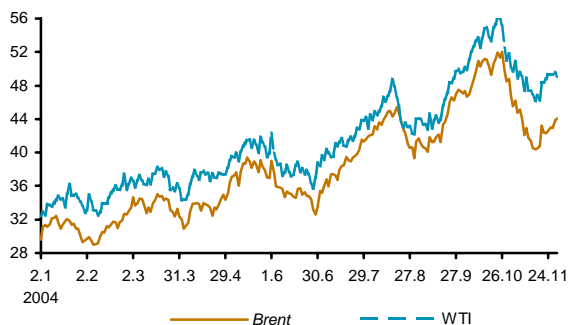
4.4.1.1 Petróleo

Após atingir a maior cotação do ano em meados de outubro, as cotações do barril de petróleo apresentaram ligeiro recuo ao longo de novembro. No entanto, a capacidade de produção ociosa dos principais países produtores permanece reduzida, de forma que a trajetória da *commodity* estará particularmente suscetível às instabilidades do setor ao longo dos próximos meses. O rigor do inverno norte-americano será certamente um fator-chave para a consolidação ou reversão dessa trajetória de preços, uma vez que os estoques de óleo para aquecimento estão em níveis historicamente baixos. Adicionalmente, a crescente demanda da China, atualmente o segundo maior país consumidor de energia, tem pressionado sensivelmente as cotações, que, em outubro, foram impulsionadas pela redução da produção no Golfo do México, em decorrência das dificuldades causadas pelo furacão Ivan.

A análise da evolução das cotações dos contratos futuros de petróleo tipo *Brent* revela, nos períodos referenciados, comportamento declinante para os próximos doze meses, embora se observe mudança de patamar de preços, que possivelmente não será revertida no curto prazo, tendo em vista que o mercado já incorporou tais expectativas.

Petróleo – Mercado à vista

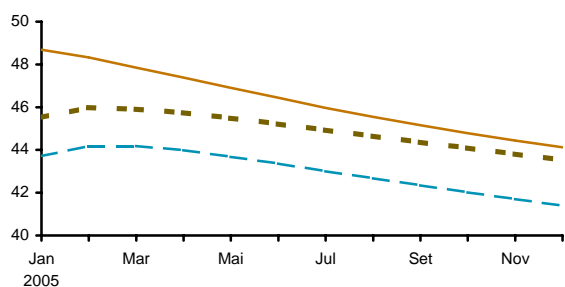
US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

Petróleo tipo Brent – Mercado futuro

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

Assim, para os próximos doze meses, o cenário para os preços dos contratos futuros sugere que o recuo do preço do barril será um processo lento, vindo a se estabilizar em patamar superior à banda de US\$22-US\$28/barril estabelecida pela Organização dos Países Produtores de Petróleo (Opep), e sujeito a oscilações relacionadas às tensões geopolíticas.

4.5 Conclusão

A indefinição quanto à trajetória das cotações do petróleo e o atual ritmo de acumulação de passivos externos pelos Estados Unidos têm gerado preocupações quanto à evolução do produto e do volume de comércio mundiais. Apesar desses aspectos negativos, os dados e prognósticos disponíveis apontam para um crescimento vigoroso da economia mundial em 2004, com manutenção dessa expansão nos próximos dois anos, embora a um ritmo mais moderado.

A manutenção de taxas significativas de crescimento econômico, de políticas macroeconômicas consistentes nas economias emergentes e a perspectiva de continuidade da liquidez nos mercados financeiros internacionais deverão permitir, também, a extensão, para 2005, do ambiente econômico favorável ao ingresso líquido de capitais estrangeiros nas economias emergentes.

Dada a evolução da economia brasileira ao longo de 2004, vem se consolidando a percepção favorável de investidores internacionais quanto à solidez dos fundamentos macroeconômicos, com desdobramentos positivos sobre o balanço de pagamentos. Nesse sentido, a trajetória declinante dos indicadores de endividamento evidencia a sustentabilidade das contas externas do país, favorecida pela expressiva redução do passivo externo de médio e longo prazos e pelos crescimentos das exportações e do produto. Esse cenário contribuiu para as captações de bônus soberanos, com *spreads* menores, em montante superior à meta prevista para o ano e pré-financiando parcialmente as necessidades de 2005, e facilitou o acesso de empresas residentes a recursos externos, inclusive com as primeiras captações em reais, ocorridas em novembro. As taxas de rolagem da dívida privada permaneceram menos expressivas do que as ocorridas em 2003, como resultado dos excedentes de divisas gerados nas operações comerciais e da contração da demanda por empréstimos externos, possibilitando a recomposição do passivo das empresas entre moeda nacional e estrangeira.

O comportamento das contas externas permitiu, a exemplo do ocorrido em 2003, a obtenção de superávit em transações correntes. Ressalte-se que os saldos acumulados no ano permanecem superavitários desde maio de 2003, e os acumulados em doze meses, desde junho daquele ano.

Nesse contexto, as perspectivas para o financiamento do balanço de pagamentos são amplamente favoráveis. Fortalecendo essa visão positiva da evolução das contas externas, a manutenção do fluxo no mercado de câmbio contratado nos onze meses do ano permite sustentar que não haverá dificuldades para o financiamento do balanço de pagamentos, também, em 2005.

O Tesouro Nacional retomou, no último trimestre do ano, o procedimento de compras de divisas em mercado, com vistas ao pagamento do serviço da dívida renegociada

(bônus da dívida externa renegociada – *Bradies*, Pré-*Bradies* e Clube de Paris), cujo valor estimado de dezembro deste ano até junho de 2005 é de US\$3,1 bilhões. Adicionalmente, o Banco Central, de acordo com a política anunciada em 6 de janeiro, voltou a realizar compras líquidas de divisas no mercado de câmbio a partir do início de dezembro. Ambas as ações visam, exclusivamente, reforçar as reservas internacionais e, assim, ampliar a solidez das contas externas do país.

As projeções para o desempenho do setor externo constantes deste Relatório consideram, para 2005, a manutenção de elevado superávit comercial, ainda que inferior ao de 2004, e taxas de rolagem do passivo externo privado de médio e longo prazos ligeiramente superiores às deste ano, implicando amortizações líquidas, porém em patamar compatível com o financiamento do balanço de pagamentos.

5.1 Movimento de câmbio

O resultado do mercado de câmbio no ano, até novembro, proporcionou ingressos líquidos de US\$4,1 bilhões, em comparação a US\$2,6 bilhões no mesmo período de 2003. O saldo de câmbio comercial passou de US\$24,9 bilhões para US\$33,1 bilhões, impulsionado pelas contratações para exportação, que atingiram US\$84,1 bilhões nos onze primeiros meses de 2004, US\$18,6 bilhões a mais do que no período correspondente de 2003. As contratações relativas a importações, US\$51,1 bilhões, superaram em US\$10,4 bilhões as verificadas de janeiro a novembro de 2003.

As contratações no mercado de câmbio financeiro somaram saídas líquidas de US\$23,9 bilhões, superiores em US\$3,1 bilhões às do período equivalente de 2003. Esse resultado evidenciou acréscimos similares, de 16%, nas compras e vendas financeiras de moedas estrangeiras, relativamente ao mesmo período do ano anterior.

Em agosto e em setembro, os bancos estiveram vendidos no mercado pronto, acima de US\$500 milhões, posição revertida em fins de outubro, quando o conjunto do sistema bancário encontrava-se comprado em US\$118,2 milhões, retornando à situação vendida, US\$948,6 milhões, ao final de novembro.

A taxa de câmbio encerrou novembro a R\$2,7299 por dólar, para compra. A apreciação de 5,5% do real no ano esteve condicionada, além dos fluxos positivos no

Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões					
	2003			2004		
	Nov	Jan- Nov	Ano	Nov	Jan- Nov	
Operações com clientes no país	0,7	4,1	2,4	-0,7	9,2	
Comercial	2,9	24,9	28,4	1,5	33,1	
Exportação	6,2	65,6	73,2	7,1	84,1	
Importação	3,4	40,7	44,8	5,6	51,1	
Financeiro ^{1/}	-2,1	-20,8	-26,0	-2,1	-23,9	
Compras	7,2	62,5	72,1	7,0	72,5	
Vendas	9,4	83,3	98,1	9,1	96,4	
Operações com instituições no exterior (líquido) ^{2/}	-0,1	-1,4	-1,7	-0,4	-5,1	
Saldo	0,7	2,6	0,7	-1,1	4,1	

1/ Exclui operações interbancárias e operações externas do Banco Central.

2/ Movimentações relacionadas com transferências internacionais em reais, no país, de domiciliados no exterior.

mercado de câmbio, à depreciação da moeda norte-americana frente às principais moedas. Evidenciando a evolução dos déficits fiscal e comercial dos Estados Unidos, o dólar atingiu, em novembro, a menor cotação frente ao euro desde a criação dessa moeda, em 1999. Nesse contexto, e considerando-se a continuidade do superávit em transações correntes e de fluxos positivos no mercado de câmbio, não se antecipam pressões relevantes nesse mercado nos próximos meses.

5.2 Comércio de bens

As exportações totalizaram US\$87,3 bilhões, de janeiro a novembro, aumento de 31,6% ante o resultado do mesmo período de 2003. Em novembro, as exportações atingiram US\$8,2 bilhões, representando, em termos de média diária, recuo de 7,7% em relação a outubro deste ano e expansão de 36,4% relativamente a novembro de 2003.

As importações referentes ao período janeiro-novembro somaram US\$57,1 bilhões, 28,9% superiores às registradas no mesmo período do ano anterior. Em novembro, as vendas externas atingiram US\$6,1 bilhões. Considerada a média diária, as importações desse mês aumentaram 4,2% em relação às de outubro e 42,7% ante as realizadas em novembro de 2003, persistindo a tendência de crescimento, nessa base de comparação, desde meados do quarto trimestre daquele ano.

O saldo da balança comercial atingiu US\$2,1 bilhões em novembro e US\$30,2 bilhões no acumulado do ano, período em que a corrente de comércio totalizou US\$144,4 bilhões, ante US\$110,6 bilhões, de janeiro a novembro de 2003.

O desempenho expressivo das exportações em 2004 vem refletindo a obtenção de valores recordes em todas as categorias de produtos, resultados condicionados pelo aumento das quantidades embarcadas e por elevações nos preços internacionais de importantes produtos da pauta exportadora brasileira. Assim, consideradas as médias diárias das exportações relativas ao período janeiro-novembro de 2004 e do ano anterior, registraram-se crescimentos de 36,7% nas vendas de produtos básicos e de 33,3% e 24,5% nas relativas a produtos manufaturados e semimanufaturados, respectivamente.

Embora as exportações relativas ao último trimestre do ano reflitam a sazonalidade do período, associada à

Balança comercial – FOB

Período	Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões	
				Corrente de comércio	
Jan-nov 2004	87 280	57 082	30 199	144 362	
Jan-nov 2003	66 336	44 293	22 043	110 629	
Var. %	31,6	28,9		30,5	

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-nov/2003, 231 dias úteis; em jan-nov/2004, 229 dias úteis.

Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

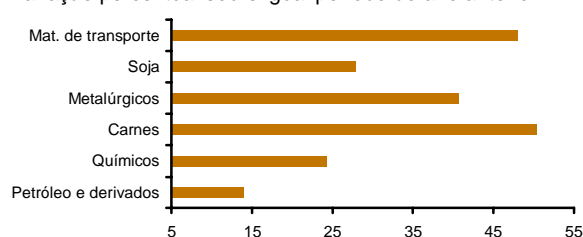
Discriminação	US\$ milhões		
	Acumulado 2003	2004	Var. %
Total	287,2	381,1	32,7
Básicos	84,5	115,6	36,7
Industrializados	197,5	259,5	31,4
Semimanufaturados	42,7	53,2	24,5
Manufaturados	154,8	206,3	33,3
Operações especiais	5,2	6,1	17,7

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-nov/2003, 231 dias úteis; em jan-nov/2004, 229 dias úteis.

Exportações por principais setores – FOB – Janeiro/novembro-2004/2003

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



Fonte: MDIC/Secex

1/ Média diária. Em jan-nov/2003, 231 dias úteis; em jan-nov/2004, 229 dias úteis.

Importação por categoria de uso final – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

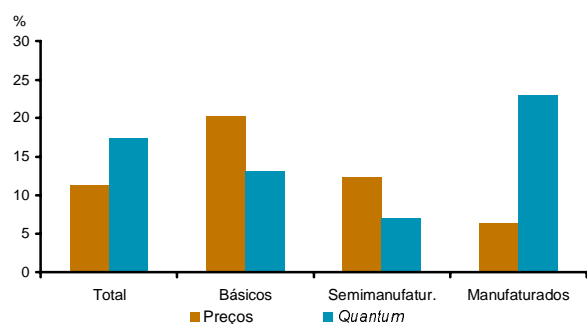
Discriminação	US\$ milhões		
	2003	2004	Var. %
Total	191,7	249,3	30,0
Bens de capital	40,9	47,7	16,6
Matérias-primas	102,0	133,5	30,9
Naftas	2,7	3,2	21,1
Bens de consumo	22,0	27,2	23,8
Duráveis	9,7	12,7	31,7
Automóveis de passageiros	2,4	2,3	- 1,7
Não duráveis	12,3	14,5	17,6
Combustíveis e lubrificantes	26,9	40,9	52,1
Petróleo	15,5	26,6	72,0

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-nov/2003, 231 dias úteis; em jan-nov/2004, 229 dias úteis.

Exportações – Índices de preços e *quantum*

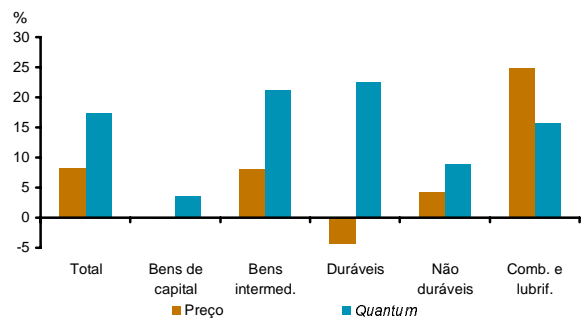
Janeiro-outubro 2004/2003



Fonte: Funcex

Importações – Índices de preço e *quantum*

Janeiro-outubro 2004/2003

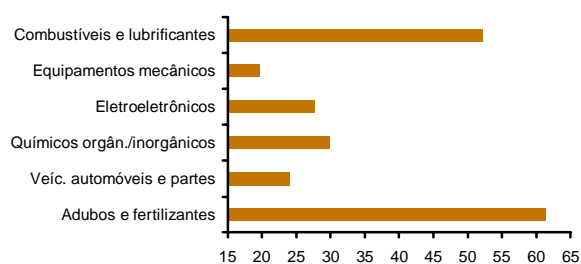


Fonte: Funcex

Importações por principais setores

Janeiro/novembro-2004/2003

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



Fonte: MDIC/Secex

1/ Média diária. Em jan-nov/2003, 231 dias úteis; em jan-nov/2004, 229 dias úteis.

entressafra agrícola e ao aumento da demanda no mercado interno, as exportações de manufaturados somaram US\$4,7 bilhões em novembro, valor recorde para o mês. Esse resultado, 35% superior ao assinalado em novembro de 2003, evidencia o processo de diversificação das vendas externas brasileiras, na medida em que decorreu não apenas do aumento das exportações de produtos tradicionais mas, também, de ampliação significativa de itens com pequena participação na pauta exportadora. As exportações de produtos básicos elevaram-se 30%, na mesma base de comparação, e as relativas a semimanufaturados, 55,2%.

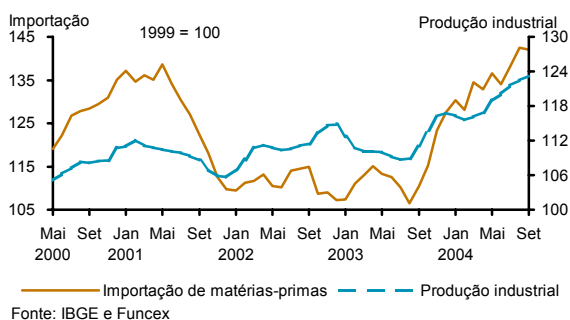
A média diária das importações registrou crescimento em todas as categorias de produtos, na comparação de janeiro a novembro com igual período de 2003. As compras de bens de capital ampliaram-se 16,6%; as de matérias-primas, 30,9%; as de bens de consumo, 23,8%; e as relativas a combustíveis e lubrificantes, 52,1%, significativamente influenciadas pelo aumento de 72% nas importações de petróleo. Registre-se que a elevação das importações de petróleo revelou, além do aumento do preço da *commodity* e da retomada do nível da atividade, a redução na produção da Petrobrás associada à manutenção de plataformas.

A exemplo do registrado no acumulado do ano, a média diária das importações de todas as categorias expandiu-se em novembro, em relação ao mesmo período do ano anterior, registrando-se variações de 83,8% em combustíveis e lubrificantes, de 39% em matérias-primas e produtos intermediários, de 42,9% em bens de consumo e de 28,1% em bens de capital. Esses resultados indicam o aumento da demanda doméstica por bens de consumo, decorrente do processo consistente de recuperação do emprego e da renda observado neste ano e dos efeitos sazonais vinculados às festas de final de ano, e por bens ligados à atividade produtiva, sinalizando a retomada dos investimentos produtivos.

De acordo com a Funcex, o desempenho das exportações nos dez primeiros meses de 2004, em relação ao mesmo período de 2003, refletiu crescimentos de 17,4% no *quantum* exportado e de 11,3% nos preços, registrando-se aumentos, de preços e de volume, em todas as categorias de produto. Nesse sentido, a expansão das exportações de produtos básicos esteve condicionada a elevações de 13,1% na quantidade exportada e de 20,2% nos preços; as de semimanufaturados, a variações de 7% e de 12,3%; e as de manufaturados, a aumentos de 22,9% e de 6,4%, respectivamente.

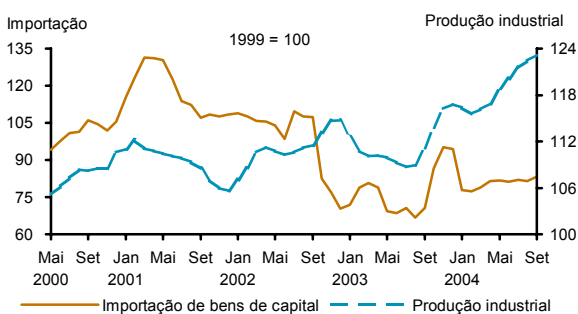
Importação de matérias-primas x produção industrial

Índices dessazonalizados – Média móvel de 3 meses



Importação de bens de capital x produção industrial

Índices dessazonalizados – Média móvel de 3 meses



Fonte: IBGE e Funcex

Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

Descri- minação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2003	2004	Var. %	2003	2004	Var. %	2003	2004
Total	287	377	31,2	192	248	29,4	95,4	128,8
Aladi	50	78	54,6	32	40	22,3	17,7	37,8
Mercosul	22	35	60,4	22	25	12,9	-0,5	9,9
Argentina	18	29	65,0	18	22	20,4	-0,7	7,0
Demais	4	6	41,6	4	3	-21,0	0,2	2,9
México	11	16	42,9	2	3	34,1	8,8	12,8
Demais	17	27	54,6	8	12	46,0	9,3	15,1
EUA ^{1/}	67	81	20,9	38	46	20,1	28,4	34,7
UE ^{2/}	73	95	30,2	52	63	22,3	20,9	31,3
Europa Or. ^{3/}	8	10	22,5	3	5	67,6	4,8	4,5
Ásia	47	58	25,3	36	49	37,4	10,9	9,3
Japão	9	11	19,2	10	12	13,2	-1,0	-0,5
Coréia (Sul)	5	6	15,7	4	7	61,5	0,5	-1,4
China	18	22	19,9	8	15	74,7	10,0	7,3
Outros	14	20	39,3	13	16	24,1	1,4	3,9
Demais	43	56	29,9	30	45	47,4	12,6	11,1

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

2/ Inclui também os dez países que aderiram em 2004.

3/ Oito países, antes incluídos nesse grupo, passaram para a UE.

O aumento do valor importado, considerada a mesma base de comparação, esteve associado, fundamentalmente, ao aumento de 17,4% no *quantum* importado, registrando-se expansão em todas as categorias de bens. O efeito dos preços mostrou-se mais discreto no período: aumento de 8,3%, reflexo, em grande parte, da variação de 24,7% observada em combustíveis e lubrificantes. Nessa categoria, a quantidade importada cresceu 15,7%, no período.

As importações de bens de capital e de bens duráveis registraram aumentos respectivos de 3,5% e 22,5% no *quantum* e reduções de 0,2% e de 4,4% nos preços. Relativamente às categorias de não-duráveis e de bens intermediários, registraram-se aumentos respectivos tanto no *quantum*, de 8,8% e de 21,1%, como nos preços, de 4,3% e de 8%. Ressalte-se a correlação entre o *quantum* importado de bens intermediários e o crescimento da produção industrial doméstica.

No que se refere ao destino das exportações, as maiores taxas de expansão, relativas às médias diárias do período janeiro-novembro de 2004 e de 2003, ocorreram nas vendas direcionadas ao Mercosul, 60,4%, impulsionadas pelo aumento de 65% nas vendas direcionadas à Argentina; para a Aladi, exceto Mercosul, 50,1%; México, 42,9% e União Européia, 30,2%. As exportações para os Estados Unidos e para a China registraram crescimentos de 20,9% e de 19,9%, respectivamente.

Relativamente à origem das importações brasileiras, elevaram-se as compras de todas as principais regiões econômicas, em especial as provenientes da China, 74,7%; Europa Oriental, 67,6%; Coréia do Sul, 61,5%; e Aladi, exceto Mercosul, 43,5%, consideradas as médias diárias do período janeiro-novembro de 2004 e de 2003.

5.3 Serviços e renda

As transações correntes do balanço de pagamentos registraram déficit de US\$242 milhões em novembro, acumulando resultados positivos de US\$10,4 bilhões nos onze primeiros meses de 2004 e de US\$10,7 bilhões nos últimos doze meses. Esse desempenho foi influenciado, fundamentalmente, pelos superávits registrados na balança comercial, favorecidos pelos sucessivos recordes das exportações, e, em menor escala, pelos ingressos associados à conta de transferências unilaterais.

Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões						
	2003			2004			2005
	Nov	Jan-	Ano	Nov	Jan-	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
	nov			nov			
Transações correntes	-0,2	3,7	4,0	-0,2	10,4	10,7	0,0
Balança comercial	1,7	22,0	24,8	2,1	30,2	32,5	25,0
Exportações	6,0	66,3	73,1	8,2	87,3	95,5	100,0
Importações	4,3	44,3	48,3	6,1	57,1	63,0	75,0
Serviços	-0,2	-4,6	-5,1	-0,5	-4,2	-4,9	-6,9
Transportes	-0,1	-1,6	-1,8	-0,2	-2,0	-2,3	-2,1
Viagens internacionais	0,1	0,1	0,2	0,0	0,3	0,3	0,0
Computação e inform.	-0,1	-0,9	-1,0	-0,1	-1,1	-1,2	-1,3
Aluguel de equipamentos	-0,1	-2,0	-2,3	-0,2	-1,8	-2,0	-2,4
Demais	0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,4	0,2	-1,1
Rendas	-1,9	-16,4	-18,6	-2,1	-18,5	-20,1	-21,3
Juros	-1,3	-11,8	-13,0	-1,1	-12,3	-13,3	-13,7
Lucros e dividendos	-0,6	-4,7	-5,6	-1,0	-6,4	-6,9	-7,8
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
Transferências correntes	0,2	2,6	2,9	0,3	3,0	3,2	3,2

1/ Projeção.

Os gastos líquidos com serviços atingiram US\$4,2 bilhões de janeiro a novembro, declínio de 7% relativamente ao resultado do período correspondente de 2003. Considerada a mesma base de comparação, as remessas líquidas de rendas expandiram-se 13,1%, totalizando US\$18,5 bilhões.

O déficit da conta de serviços refletiu as remessas líquidas de US\$2 bilhões relativas ao item transportes, cujo aumento de 25,3% no período decorreu de crescimentos de 75,6% nas despesas líquidas com passagens e de 24,9% nos gastos líquidos com fretes.

A rubrica viagens internacionais apresentou receitas líquidas de US\$329 milhões, de janeiro a novembro, comparadas a US\$145 milhões no período correspondente de 2003. Reiterando o desempenho observado desde setembro de 2002, o superávit da rubrica somou US\$402 milhões no acumulado em doze meses, encerrados em novembro, com receitas de US\$3,2 bilhões no mesmo período.

As receitas líquidas de serviços empresariais, profissionais e técnicos somaram US\$2,4 bilhões de janeiro a novembro, 25,8% superiores ao resultado do período equivalente de 2003. Os gastos líquidos com computação e informação alcançaram US\$1,1 bilhão, aumento de 24,5%, enquanto as saídas líquidas referentes a aluguel de equipamentos somaram US\$1,8 bilhão, recuo de 11,2%. Os gastos líquidos com *royalties* e licenças atingiram US\$1 bilhão, de janeiro a novembro, mantendo-se no patamar de 2003.

As remessas líquidas de renda para o exterior atingiram US\$18,5 bilhões, de janeiro a novembro de 2004, resultado que refletiu a elevação de 38% nas remessas líquidas de lucros e dividendos, ao somarem US\$6,4 bilhões. Os gastos líquidos de juros, de US\$12,3 bilhões, cresceram 3,7% no período.

Para 2005, incorporadas as expansões de 4,7% nas exportações e de 19% nas importações, projeta-se superávit comercial de US\$25 bilhões. As despesas líquidas com serviços e as remessas líquidas de renda deverão manter-se em patamares ligeiramente superiores aos de 2004. Dessa forma, prevê-se equilíbrio em transações correntes.

Projeções para o Balanço de Pagamentos

Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões						
	2003			2004			2005
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Usos	-2,4	-20,0	-23,2	-2,7	-19,3	-23,5	-30,5
Transações correntes	-0,2	3,7	4,0	-0,2	10,4	10,7	0,0
Amortizações de MLP ^{2/}	-2,2	-23,7	-27,2	-2,4	-29,7	-34,2	-30,5
Papéis	-1,0	-9,2	-10,3	-1,2	-15,5	-18,5	-17,1
Pagas	-0,2	-6,9	-7,9	-1,2	-14,4	-17,5	-17,1
Refinanciamentos	0,0	-1,2	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Conversões em IED	-0,7	-1,2	-1,2	0,0	-1,0	-1,0	0,0
Créd. de fornecedores	-0,1	-1,7	-2,0	-0,2	-2,0	-2,3	-2,3
Empréstimos diretos ^{3/}	-1,1	-12,7	-15,0	-1,0	-12,2	-13,4	-11,1
Fontes	2,4	20,0	23,2	2,7	19,3	23,5	30,5
Conta capital	0,0	0,4	0,5	0,1	0,6	0,7	0,0
Inv. estrangeiros diretos	2,0	8,7	10,1	1,3	15,0	17,0	14,0
Papéis domésticos ^{4/}	0,4	2,3	3,1	0,8	1,3	1,5	3,0
Desembolsos de MLP ^{5/}	1,8	20,6	22,9	1,4	17,7	21,1	23,3
Papéis	0,8	10,7	11,8	0,2	9,5	11,5	12,3
Créd. de fornecedores	0,0	0,9	1,0	0,1	0,7	0,9	1,4
Empréstimos ^{6/}	1,0	9,0	10,1	1,1	7,5	8,7	9,6
Ativ. brasil. no exterior	-2,7	-5,7	-8,9	0,2	-10,6	-14,0	-12,5
Empréstimo ao Bacen	0,0	11,1	4,8	0,0	-3,4	-4,4	-7,0
Demais ^{7/}	0,7	-2,9	-0,9	-1,0	-1,5	1,3	0,0
Ativos de reservas	0,2	-14,6	-8,5	-0,1	0,1	0,3	9,7

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 a 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.

As projeções para o balanço de pagamentos foram atualizadas pela incorporação dos resultados ocorridos desde o "Relatório de Inflação" anterior; pelo impacto da nova posição de dívida externa, relativa a setembro, sobre as projeções de amortizações e pagamentos de juros; pelas recentes emissões soberanas e seus efeitos no programa de captações para o próximo ano; e pela programação de compras de divisas pelo Tesouro Nacional em mercado, para o pagamento do serviço da dívida externa renegociada (*Bradies*, *Pré-Bradies* e *Clube de Paris*).

A previsão para o superávit em transações correntes foi elevada para US\$10,7 bilhões, equivalentes a 1,8% do PIB, evidenciando o desempenho da balança comercial, que acumulou superávit de US\$30,2 bilhões até novembro. A projeção para o resultado comercial atinge US\$32,5 bilhões, com exportações de US\$95,5 bilhões e importações de US\$63 bilhões.

Esse desempenho provocou aumento nas projeções para o comércio exterior em 2005. Com crescimentos de 4,7% e de 19%, respectivamente, em relação a 2004, as exportações deverão situar-se em US\$100 bilhões, e as importações, em US\$75 bilhões, patamar consistente com a evolução da atividade econômica interna. O saldo comercial, de US\$25 bilhões, deverá proporcionar o equilíbrio no resultado das transações correntes no próximo ano.

A divulgação da posição de endividamento externo de setembro provocou mudanças nas projeções para o pagamento de juros e amortizações neste ano e em 2005. Para 2004, as remessas líquidas de juros foram reduzidas de US\$13,6 bilhões,

constante da previsão do "Relatório de Inflação" de setembro, para US\$13,3 bilhões. Para o próximo ano, prevê-se pagamentos líquidos de juros de US\$13,7 bilhões.

Em relação às amortizações de médio e longo prazos, a nova projeção, US\$34,2 bilhões, incorpora a posição de dívida externa em setembro, e representa redução de US\$0,6 bilhão na comparação com a projeção constante do Relatório anterior. Para 2005, são previstas amortizações de US\$30,5 bilhões. A previsão das taxas de rolagem privadas permaneceu em 70%.

O excesso de liquidez no mercado internacional permitiu que o país superasse, em 2004, sua programação original de emissões soberanas, de US\$4 bilhões. Com a colocação do Global 19, em 14 de outubro, no montante de US\$1 bilhão, e com a reabertura do Global 14, em 6 de dezembro, somando US\$500 milhões, as captações da República no mercado externo somaram US\$5,7 bilhões em 2004. Ressalte-se que o Global 14, que no seu lançamento, em julho de 2004, havia assegurado *spread* de 632 pontos básicos, reduziu o *spread* para 398 pontos básicos quando de sua reabertura, indicando as melhoras ocorridas tanto na liquidez internacional como na percepção do risco-Brasil. Assim, o programa de emissões para 2005 já se encontra parcialmente pré-financiado, com a projeção inicial de desembolso no ano sendo reduzida de US\$6 bilhões para US\$4,5 bilhões.

As recentes emissões de bônus soberanos e as novas aquisições de divisas em mercado por parte do Tesouro Nacional para o serviço da dívida externa referente à dívida renegociada, assim como as estimativas atualizadas para as amortizações e pagamentos de juros, tornaram necessária a atualização da projeção para o resultado global do balanço de pagamentos. Para 2004, o superávit de US\$2,5 bilhões previsto no "Relatório de Inflação" de setembro foi reduzido para US\$0,3 bilhão, enquanto, para 2005, o resultado superavitário foi projetado em US\$9,7 bilhões.

O balanço de pagamentos de mercado, que exclui as operações com trânsito em reservas, apresenta previsão de superávit de US\$13,6 bilhões

Balanco de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões						
	2003			2004			2005
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	0,1	5,3	5,5	0,3	13,2	13,6	4,9
Capitais (líquido)	2,3	0,2	3,1	-1,1	-13,0	-10,3	3,6
Investimento estrangeiro							
Direto	2,0	8,7	10,1	1,3	15,0	17,0	14,0
Em carteira	0,4	2,4	3,2	0,8	1,4	1,5	3,0
Empréstimos de médio e longo prazos	-0,3	-3,1	-3,9	-1,4	-12,5	-14,2	-8,7
Crédito comercial de curto, médio e longo prazos	0,4	-5,9	-3,6	-0,7	-2,6	-1,8	-0,7
Bancos	-0,3	-5,6	-3,6	-0,2	-3,5	-3,5	0,2
Demais	0,7	-0,4	0,0	-0,5	0,9	1,8	-0,9
Investimentos brasileiros							
no exterior	-0,3	-1,8	-1,9	-0,7	-13,0	-13,4	-4,0
Demais	0,2	-0,2	-0,9	-0,4	-1,3	0,7	0,0
Hiato financeiro	2,4	5,5	8,6	-0,9	0,2	3,3	8,5
Intervenções líquidas							
do Banco Central	0,0	-1,6	-1,6	0,0	-2,6	-2,6	0,0
Depósitos de bancos	-2,4	-3,9	-7,0	0,9	2,4	-0,7	-8,5

1/ Projeção.

em transações correntes, gerando excesso de divisas, em seu resultado global, de US\$3,3 bilhões, dos quais o Banco Central já adquiriu US\$2,6 bilhões, e cujo restante, US\$0,7 bilhão, deverá ser absorvido pelo sistema bancário, contribuindo para a redução de sua posição vendida. Em 2005, o balanço de pagamentos de mercado projeta superávits de US\$4,9 bilhões em transações correntes e de US\$3,6 bilhões nas contas capital e financeira. Esse excedente de divisas de US\$8,5 bilhões poderá, observadas as condições estabelecidas, contribuir para o processo de recomposição das reservas.

5.4 Conta financeira

Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões						
	2003			2004			2005
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Conta financeira	-0,2	11,0	4,6	0,6	-9,1	-12,0	-9,7
Investimentos diretos	2,0	8,5	9,9	1,2	5,9	7,8	12,0
Brasileiros no exterior	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-9,1	-9,2	-2,0
Estrangeiros no país	2,0	8,7	10,1	1,3	15,0	17,0	14,0
Participação	1,4	7,7	9,3	1,0	15,4	17,0	14,0
Intercompanhias	0,5	1,1	0,8	0,3	-0,4	0,0	0,0
Investimentos em carteira	0,1	4,9	5,3	-0,5	-5,0	-6,0	-1,8
Ativos	0,1	0,2	0,2	-0,2	-0,8	-0,9	0,0
Passivos	0,1	4,7	5,1	-0,3	-4,2	-5,1	-1,8
Derivativos	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,5	-0,5	0,0
Outros investimentos	-2,3	-2,3	-10,4	-0,2	-9,5	-13,3	-20,0
Ativos	-2,9	-6,2	-9,5	0,4	-1,1	-4,5	-10,5
Passivos	0,6	3,9	-1,0	-0,6	-8,5	-8,7	-9,5

1/ Projeção.

Fontes de financiamento do BP

Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões						
	2003			2004			2005
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	0,9	11,5	13,4	520,7	12,5	14,4	14,2
Bônus públicos ^{2/}	0,0	4,5	4,5	0,0	5,2	5,7	4,5
Títulos privados	0,8	4,9	6,0	0,2	4,2	5,4	7,8
Empréstimos diretos	0,1	2,2	2,9	0,3	3,0	3,2	2,0
Emp. de curto prazo ^{3/}	-0,3	-3,6	-1,4	-0,1	-1,5	-1,6	0,0
Tít. de curto prazo (liq.)	-0,1	0,8	0,3	-0,1	0,5	0,4	0,0
Taxas de rolagem ^{4/}							
Setor privado:	198%	111%	115%	38%	62%	62%	70%
Títulos privados	304%	148%	138%	16%	47%	50%	70%
Empréstimos diretos	71%	71%	85%	177%	107%	106%	70%

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 diretos.

A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou saídas líquidas de US\$9,1 bilhões de janeiro a novembro.

Os investimentos estrangeiros diretos líquidos atingiram, no mesmo período, US\$15 bilhões, comparativamente a US\$8,7 bilhões de janeiro a novembro de 2003. Registraram-se US\$15,4 bilhões de ingressos na forma de participação e US\$384 milhões de repatriação de empréstimos intercompanhias, ante ingressos de US\$7,6 bilhões e de US\$1,1 bilhão, respectivamente, nos mesmos dez meses de 2003.

Os investimentos estrangeiros em carteira somaram remessas líquidas de US\$4,2 bilhões, até novembro, ante captações líquidas de US\$4,7 bilhões no mesmo período de 2003. Os investimentos em ações acumularam ingressos líquidos de US\$1,3 bilhão, comparados a US\$2,2 bilhões no mesmo período do ano anterior.

As taxas de rolagem relativas a créditos ao setor privado, de médio e longo prazos (*notes, commercial papers* e empréstimos diretos) situaram-se em 62%, comparativamente a 111% observados de janeiro a novembro de 2003. Essa redução é explicada tanto pelas antecipações de contratações ao longo de 2003 e no início de 2004, como pela redução na demanda por crédito externo por parte das empresas brasileiras.

Para 2005, projetam-se níveis de renovação de vencimentos superiores aos de 2004, com taxas de rolagem alcançando 70% para os créditos privados.

A manutenção de patamar inferior a 100% para a taxa de rolagem do endividamento privado de médio e longo prazos, em cenário de ampla liquidez internacional, reflete o expressivo desempenho da balança comercial, que viabiliza o financiamento de parte do balanço de pagamentos pelos resultados positivos em transações correntes. Relacionando esses resultados com as amortizações de médio e longo prazos, observa-se que o déficit em transações correntes permaneceu maior do que as amortizações, de 1995 a 1998, passando a reduzir-se gradativamente até 2002.

As reservas internacionais brutas aumentaram US\$837 milhões nos onze primeiros meses de 2004, acumulando US\$50,1 bilhões. Paralelamente, as reservas

Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2003	2004		2005	
	Ano	Jan- nov	Dez	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	37,8	49,3	50,1	49,3	49,9
Intervenções líquidas do Bacen	1,6	2,6	-	2,6	-
<i>Spot</i> e linhas para exportação	-0,2	2,6	-	2,6	-
Linhas com recompra	1,8	-	-	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-9,7	-11,9	-0,7	-12,6	-11,6
Juros	-4,8	-5,4	-0,1	-5,5	-5,4
Receita	1,5	1,0	0,1	1,1	1,2
Despesa	-6,3	-6,5	-0,2	-6,6	-6,6
Amortização	-4,9	-6,5	-0,6	-7,1	-6,2
Desembolsos	5,4	6,2	0,5	6,7	6,5
Organismos multilaterais	0,9	1,0	-	1,0	2,0
Bônus da República	4,5	5,2	0,5	5,7	4,5
Fundo Monetário Internacional	4,8	-3,4	-1,0	-4,4	-7,0
Desembolso	17,6	-	-	-	-
Amortização	-12,8	-3,4	-1,0	-4,4	-7,0
Demais ^{2/}	3,9	0,6	0,3	0,9	-
Compras do Tesouro Nacional	5,5	6,6	0,7	7,3	2,4
Variação de haveres	11,5	0,8	-0,2	0,6	-9,7
Posição de reservas brutas	49,3	50,1	49,9	49,9	40,2
Posição de reservas líquidas:					
Acordo com o FMI ^{3/}	17,4	22,2	23,0	23,0	21,0
Conceito Banco Central	20,5	24,2	25,0	25,0	22,3

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 FMI, 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\$855 milhões.

internacionais líquidas ajustadas, no conceito do FMI, cresceram US\$4,8 bilhões, totalizando US\$22,2 bilhões. No mesmo período, o Banco Central efetuou compras líquidas de US\$2,6 bilhões no mercado à vista de câmbio, integralmente realizadas em janeiro e em fevereiro. Com respeito às operações externas da autoridade monetária, destacaram-se os desembolsos de US\$5,2 bilhões em bônus da República e de US\$1 bilhão proveniente de organismos multilaterais; as amortizações de US\$3,4 bilhões ao FMI; e a despesa líquida de US\$11,9 bilhões, referente ao serviço da dívida externa. Relativamente a esta despesa, registraram-se despesas de juros de US\$6,5 bilhões, amortizações de US\$6,5 bilhões e receitas de remuneração de reservas de US\$1 bilhão. As demais operações externas geraram receita líquida de US\$647 milhões. As liquidações de compras do Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio totalizaram US\$6,6 bilhões. Adicionalmente, em dezembro, foi reaberta a emissão do Global-14, com a captação de US\$500 milhões.

Ao final de 2004, estima-se que as reservas brutas somem US\$49,9 bilhões, com crescimento de US\$645 milhões comparativamente ao ano anterior. Para o último mês de 2004, estão previstos pagamentos líquidos de US\$688 milhões de serviço da dívida externa; amortizações de US\$960 milhões ao FMI; e liquidações de compras do Tesouro Nacional de US\$682 milhões. Em relação ao ano anterior, as reservas líquidas ajustadas, no conceito FMI, as quais não são afetadas pelas amortizações a este organismo, deverão crescer US\$5,6 bilhões, totalizando US\$23 bilhões.

Em 2005, as reservas internacionais deverão apresentar redução de US\$9,7 bilhões, com destaque para as amortizações de US\$7 bilhões ao FMI; despesas de US\$11,6 bilhões com o serviço da dívida externa; além de desembolsos de US\$4,5 bilhões de bônus soberanos e de US\$2 bilhões provenientes de organismos multilaterais. As liquidações de compras do Tesouro Nacional em mercado devem atingir US\$2,4 bilhões. As reservas líquidas no conceito FMI deverão diminuir US\$1,9 bilhão, alcançando US\$21 bilhões.

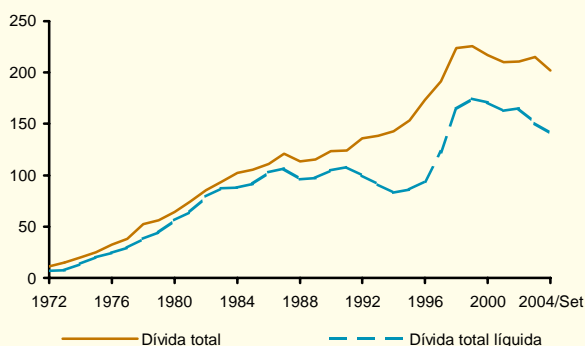
Em contrapartida, o balanço de pagamentos de mercado, que exclui as operações que impactam reservas, apresenta excesso de divisas projetado de US\$8,5 bilhões em 2005. Tais recursos poderão, observadas as condições estabelecidas, contribuir para o processo de recomposição das reservas ou para reduções adicionais do passivo externo do Brasil.

Indicadores de Sustentabilidade Externa

Os resultados positivos do setor externo da economia brasileira, fortalecidos tanto pelo comportamento das exportações, como pela redução do passivo externo de médio e longo prazos, vêm contribuindo não somente para a expansão da atividade econômica, mas também para a significativa melhora nos indicadores de sustentabilidade externa do País. Essa maior solidez dos índices reflete a estabilização e posterior redução da dívida externa a partir de 1999, conjugada com o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em dólares nos dois últimos anos, a recuperação das reservas internacionais a partir de 2001 e a resposta das exportações ao regime de flutuação cambial. Juntamente com a adoção de políticas macroeconômicas consistentes, esses resultados possibilitaram a elevação do *rating* soberano, com a conseqüente melhora nas condições de acesso ao mercado financeiro internacional, expressa por *spreads* mais reduzidos e, a partir de novembro, pela emissão de dívida externa privada em moeda nacional.

Dívida externa total

US\$ bilhões

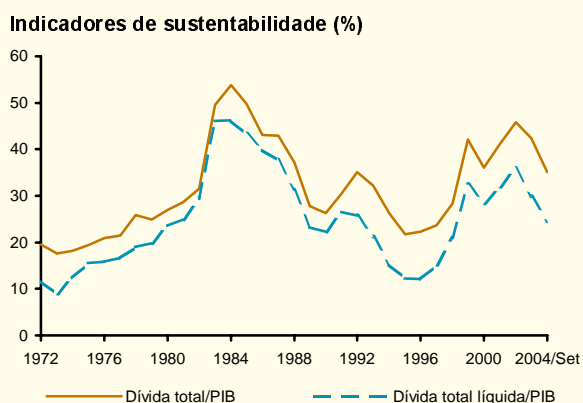
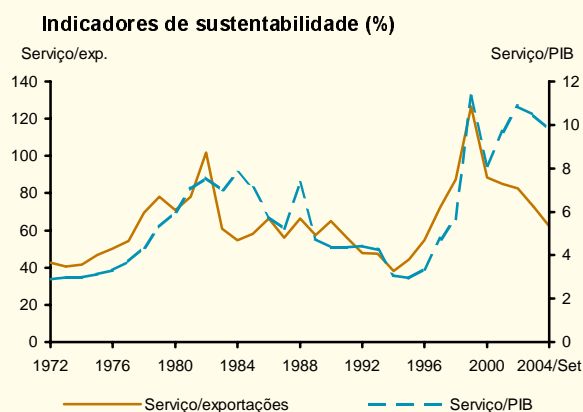


Após o retorno do País ao mercado financeiro internacional, no começo dos anos 90, a dívida externa apresentou expansão constante até 1999, quando atingiu US\$225,6 bilhões, sendo 44,6% de responsabilidade do setor público não financeiro. A partir de 2000, os números indicam redução desse passivo, que atingiu US\$202 bilhões em setembro deste ano, 10,5% abaixo de seu valor máximo. A parcela relativa ao passivo externo do setor público não financeiro atingiu 56,4%, elevação iniciada em 2002 e explicada pelas condições menos favoráveis de acesso ao mercado internacional, naquele ano, e pelos desembolsos provenientes do FMI, no âmbito do Programa de Assistência Financeira.

Processo idêntico de redução é observado em relação à dívida externa total líquida, conceito no qual são excluídos da dívida total as reservas, os créditos de brasileiros no exterior e os haveres de bancos comerciais. A partir de 1999, quando alcançou US\$174,5 bilhões, a dívida externa total líquida reduziu-se 19,1% até setembro de 2004, situando-se em US\$141,1 bilhões.

O serviço da dívida externa apresentou dinâmica distinta do estoque do endividamento nos últimos anos. Desconsiderado o pico de US\$60,7 bilhões ocorrido em 1999, em cenário de incerteza com a mudança de regime cambial, o serviço da dívida externa tem crescido de maneira constante, a partir de meados dos anos 90, alcançando US\$56,5 bilhões nos doze meses encerrados em setembro. Essa evolução esteve associada, fundamentalmente, à trajetória das amortizações, na medida em que o pagamento de juros permanece estável, em torno de US\$14 bilhões, desde 2002.

As relações entre serviço da dívida e PIB e entre serviço da dívida e exportações encontram-se em patamar inferior aos registrados em 1999, quando atingiram os valores máximos de 11,3% e de 127%, respectivamente. A relação entre serviço da dívida e PIB passou a declinar em 2003, uma vez que refletiu, em anos anteriores, as desvalorizações cambiais de 1999 e de 2002. Em setembro, a relação situava-se em 9,8%. O serviço da dívida como proporção das exportações traduz o impulso recente das vendas externas, atingindo 62,4% em setembro de 2004, menor percentual desde 1997, representando menos da metade do pico registrado em 1999.

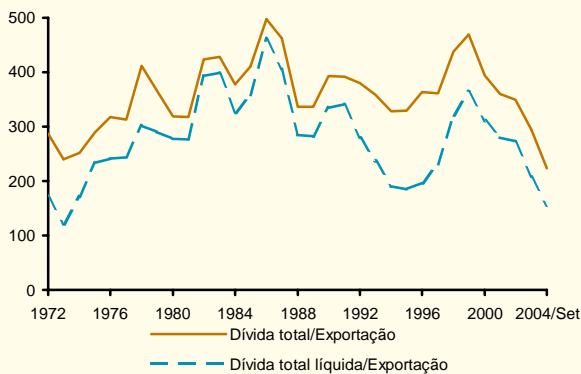


Outros índices de sustentabilidade relacionam o endividamento externo do país com o produto, reservas internacionais ou exportações. A relação entre a dívida externa e o PIB registrou 35,1% em setembro de 2004, ante 45,9% ao final de 2002, menor taxa desde 1998, quando situara-se em 28,4%. A razão dívida externa líquida/PIB, que exclui ativos no exterior de residentes no país, apresentou dinâmica similar, atingindo 24,5% em setembro, seu percentual mais reduzido desde 1998, quando totalizara 20,9%.

A comparação entre reservas e endividamento também apresenta resultados mais

favoráveis nos últimos anos. Em setembro de 2004, as reservas internacionais representavam 24,5% da dívida externa total, ante 15,2% em 2000, percentual mais confortável desde 1997. A parcela da dívida de curto prazo residual atendida pelas reservas, que inclui, além do endividamento contratado originalmente com prazo inferior a um ano, a parcela de médio e longo prazo vincenda nos próximos doze meses, atingiu 91,1% em setembro de 2004, comparativamente a 56,6% em 1999.

Indicadores de sustentabilidade (%)



A tendência declinante, iniciada em 1999, é mais evidenciada quando se relacionam tanto a dívida externa total quanto a dívida externa líquida com as exportações. A dívida externa total representava 223% das exportações brasileiras em setembro deste ano, menor índice observado na série anual iniciada em 1970. Com respeito à dívida externa líquida, esta significava 156% das exportações do país na data de referência, segundo menor valor da série histórica, apenas superior ao registrado em 1973, 122%.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Os indicadores de sustentabilidade das contas externas do país têm refletido o desempenho favorável do setor externo da economia brasileira, fortalecido tanto pelo comportamento das exportações, como pela redução do passivo externo de médio e longo prazo. Os indicadores vêm, conseqüentemente, apresentando progressiva melhora.

A dívida externa total atingiu US\$202,2 bilhões em setembro de 2004, contração de US\$3,4 bilhões ante a posição de junho e de US\$17,5 bilhões relativamente à registrada em setembro de 2003. A dívida total líquida, que exclui as reservas internacionais, os créditos de brasileiros no exterior e os haveres dos bancos comerciais, que totalizara US\$174,5 bilhões em 1999 e US\$165 bilhões em dezembro de 2002, diminuiu para US\$141,1 bilhões em setembro deste ano.

Indicadores de vulnerabilidade

Discriminação	US\$ bilhões					
	2002		2003		2004	
	Dez	Set	Dez	Mar	Jun	Set
Exportações	60,4	69,6	73,1	77,5	83,4	90,6
Serviço da dívida	49,9	47,8	53,0	54,9	55,8	56,5
Dívida externa total	210,7	219,7	214,9	213,5	205,6	202,2
Dívida externa total líquida	165,0	158,4	151,0	147,5	145,4	141,1
Reservas internacionais	37,8	52,7	49,3	51,6	49,8	49,5
PIB	459	494	507	527	551	575
Indicadores						
Dívida total/PIB (%)	45,9	44,5	42,4	40,5	37,3	35,1
Dívida total líquida/PIB (%)	35,9	32,0	29,8	28,0	26,4	24,5
Dívida total/exportações	3,5	3,2	2,9	2,8	2,5	2,2
Dívida total líquida/export.	2,7	2,3	2,1	1,9	1,7	1,6
Serviço dívida/export. (%)	82,7	68,7	72,5	70,9	66,9	62,4
Reservas/dívida total (%)	18,0	24,0	22,9	24,2	24,2	24,5

5.6 Conclusão

O superávit em transações correntes continua influenciado pelo desempenho favorável do comércio exterior. Nos primeiros onze meses do ano, a balança comercial registrou superávit de US\$30,2 bilhões e os ingressos relativos às transferências unilaterais correntes alcançaram US\$3 bilhões, representando acréscimo, em conjunto, de US\$8,5 bilhões em relação ao registrado no mesmo período de 2003. Mesmo com a elevação das remessas líquidas na conta de rendas, o país obteve superávit em transações correntes de US\$10,4 bilhões, ante US\$3,7 bilhões no mesmo período de 2003. Considerando o resultado acumulado em doze meses, o saldo positivo em transações correntes totalizou US\$10,7 bilhões.

A expectativa para 2005 é de um ritmo menor no crescimento das exportações. Por outro lado, a retomada da atividade econômica e o conseqüente crescimento observado nas importações, ao longo deste ano, são comportamentos compatíveis com a projeção de superávit comercial de US\$25 bilhões para 2005, inferior ao patamar de 2004, devido à variação mais acentuada das importações em relação às exportações.

Os fluxos de investimentos estrangeiros diretos líquidos apresentaram recuperação, e seu comportamento recente confirma as estimativas para o ano, dada a melhora

da atividade econômica doméstica e o comportamento dos juros norte-americanos. Em 2005, a perspectiva é de que o ingresso de investimentos estrangeiros diretos atinja US\$14 bilhões.

O comportamento recente dos fluxos líquidos de investimentos estrangeiros diretos e a evolução esperada para as taxas de rolagem do setor privado contribuem para a expectativa positiva quanto às contas externas. Esse ambiente permite manter perspectivas de financiamento favoráveis para o balanço de pagamentos brasileiro ao longo do próximo ano, mesmo com a esperada redução nas reservas internacionais brutas, consequência, principalmente, das amortizações dos empréstimos junto ao FMI.

Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira desde o último Relatório, em setembro de 2004, assim como as perspectivas para a inflação ao final de 2006 e para o crescimento do PIB até o final de 2005. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa básica de juros será mantida inalterada, durante o horizonte de previsão em 17,75% ao ano, valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 14 e 15 de dezembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em valor próximo ao vigente nos dias que antecederam a reunião (R\$2,75 por dólar norte-americano). O segundo cenário, denominado de cenário de mercado, utiliza as trajetórias de juros e câmbio que constam da pesquisa realizada pela Gerin do Banco Central do Brasil junto a analistas do mercado nas vésperas da reunião do Copom de dezembro. É importante ressaltar que esses cenários compõem um procedimento padrão para balizamento da política monetária, e suas hipóteses não devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros ou câmbio.

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, que, em outras palavras, são aquelas que não podem ser controladas pelo Banco Central. O conjunto de hipóteses considerado mais provável pelo Copom compõe os cenários a que o Comitê atribui peso preponderante na tomada de decisão sobre a taxa de juros. Ao expô-las, por meio deste Relatório, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípua.

6.1 Determinantes da inflação

Desde a publicação do “Relatório de Inflação” de setembro, persiste o cenário de forte crescimento econômico, refletido nos indicadores de produção, vendas e emprego, divulgados ao longo desse período. Os números do PIB do terceiro trimestre ratificaram a tendência observada naqueles indicadores, e a revisão do PIB de 2003 mostrou que o produto tem apresentado forte crescimento mesmo sobre uma base maior do que a anteriormente estimada. O desempenho favorável do produto foi acompanhado, porém, por taxas de inflação que permanecem em níveis incompatíveis com a trajetória de metas no médio prazo. A persistência das pressões inflacionárias refletiu-se nos preços no atacado e ao consumidor, nas diferentes medidas de núcleo dos índices de preços ao consumidor, bem como na rigidez das expectativas de inflação dos agentes privados. Nesse sentido, conforme ressaltado no “Relatório de Inflação” de setembro e em Notas das últimas reuniões do Copom, em um ambiente de elevada utilização da capacidade instalada, a trajetória da inflação dependerá marcadamente dos desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços, para o adequado atendimento da demanda em expansão. Embora os dados divulgados pelo IBGE estejam ratificando a tendência de recuperação nos investimentos que se detecta desde meados de 2003, a avaliação criteriosa desses desenvolvimentos continua sendo um componente fundamental da estratégia de política monetária.

O ambiente de relativa tranquilidade nos mercados financeiros internacionais permitiu que o prêmio de risco dos títulos brasileiros recuasse ainda mais. Esse cenário favorável para a conta de capitais, aliado a movimentos importantes nos mercados internacionais de divisas e a superávits na conta-corrente do balanço de pagamentos do país, resultou em tendência de apreciação na taxa de câmbio do real em relação ao dólar dos Estados Unidos. A média das taxas de câmbio para compra, que foi de R\$2,89 em setembro, recuou para valores em torno de R\$2,74 nos dez primeiros dias de dezembro. A manutenção desse cenário externo favorável dependerá, primordialmente, de desenvolvimentos nas economias industrializadas, com destaque para a estratégia de subida gradual das taxas de juros nos Estados Unidos e o comportamento das taxas de câmbio entre as principais moedas. Outro ingrediente importante para a concretização desse cenário favorável será o comportamento dos preços do petróleo, que, embora tenham recuado dos níveis sem precedentes registrados em outubro, permanecem bastante voláteis e em patamares ainda elevados.

Nesse cenário, o Copom iniciou um processo de ajuste da política monetária em setembro, quando a taxa de juros básica foi elevada de 16,0% ao ano para 16,25%. Nos meses seguintes, as taxas foram ajustadas em 0,5 p.p. em outubro, novembro e dezembro, encerrando 2004 com taxa de 17,75% ao ano.

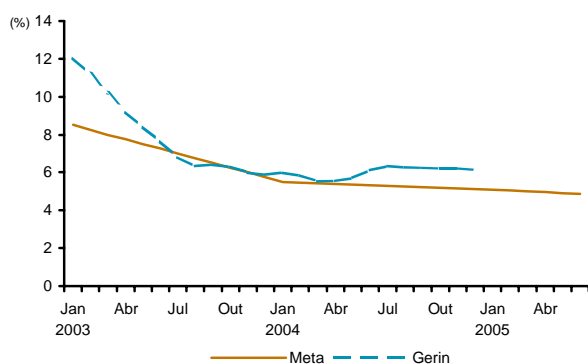
A inflação medida pelo IPCA – o índice de preços de referência para a condução da política monetária – voltou a acelerar-se em outubro e em novembro, com taxas de 0,44% e 0,69%, respectivamente, após ter recuado para 0,33% em setembro. Com esses resultados, a inflação acumulou 6,68% no período janeiro-novembro. A aceleração recente deveu-se principalmente à elevação dos preços monitorados, embora os preços livres também tenham se acelerado em relação a setembro, continuando a registrar, porém, taxas inferiores às observadas no trimestre junho-agosto, em função do forte recuo nos preços dos alimentos no período.

Os núcleos de inflação do IPCA continuaram em patamares elevados, incompatíveis com a trajetória de metas de inflação. Em setembro, os núcleos calculados por exclusão de alimentos e de preços administrados por contrato e monitorados e por médias aparadas sem suavização de itens predeterminados apresentaram alguma desaceleração. Contudo, em outubro e em novembro voltou a ocorrer aceleração das medidas de núcleo segundo os três diferentes critérios acompanhados pelo Copom. No trimestre setembro-novembro, os núcleos por exclusão e por médias aparadas, com e sem suavização, acumularam valores equivalentes a taxas anualizadas de 6,3%, 7,3% e 6,2%, respectivamente. Tais valores são superiores à variação anualizada do índice pleno no mesmo período, que foi de 6,0%. Esse comportamento difere do observado em anos anteriores, quando o núcleo por exclusão subestimava a inflação de forma sistemática. Para o IPCA, a diminuição dos reajustes dos alimentos mais que compensou a variação dos preços monitorados no período.

A variação do IGP-DI também apresentou tendência de aceleração ao longo do trimestre setembro-novembro, passando de 0,48% para 0,82%. Esses percentuais são inferiores aos verificados no período junho-agosto, em função da forte desaceleração nos preços dos produtos agrícolas no atacado. A variação do IPA dos produtos industriais permaneceu em níveis elevados, neutralizando os ganhos com a menor variação nos preços dos produtos agrícolas. No acumulado do ano até novembro, o IPA industrial registrou aumento de 19,05%. Conforme destacado no “Relatório de Inflação” de setembro, os padrões históricos de repasse de preços industriais do atacado para o varejo sugerem que esse movimento do IPA industrial representa

fonte de pressão importante sobre o IPCA. É necessário, portanto, continuar acompanhando, nos próximos meses, o impacto sobre os preços no varejo das pressões identificadas no atacado. Conforme já mencionado nas Notas das reuniões do Copom, esse impacto dependerá fundamentalmente das condições prospectivas de demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação, e a constatação de que a transmissão não ocorreu até agora com a intensidade e a rapidez observadas em episódios anteriores não significa que a pressão tenha desaparecido em definitivo.

Inflação acumulada nos doze meses seguintes



As expectativas de mercado coletadas pela Gerin junto a analistas profissionais se alteraram no período de setembro a dezembro. A mediana das expectativas para o IPCA de 2004 recuou de 7,34%, no final de setembro, para 7,16%, em meados de outubro. Mas essa tendência reverteu-se desde então, observando-se um aumento para 7,31% no início de dezembro. A mediana das expectativas para 2005, por seu turno, aumentou de 5,70%, no final de setembro, para 5,90% em meados de novembro, mas recuou em seguida, reduzindo-se para 5,80% no início de dezembro. A postura mais ativa de política monetária implementada a partir de setembro será fundamental para que as expectativas para o próximo ano, cujos primeiros movimentos de queda foram relativamente modestos, alinhem-se progressivamente com o objetivo de política monetária para o ano.

Em relação à atividade, os dados do PIB divulgados pelo IBGE indicam manutenção da tendência de crescimento observada desde o segundo semestre de 2003. No acumulado até o terceiro trimestre do ano, o PIB apresentou crescimento de 5,3% em relação ao mesmo período do ano anterior. Nesse período, a indústria apresentou o melhor desempenho, com expansão de 6,3%, enquanto a agropecuária cresceu 5,6% e o setor de serviços, 3,8%. No terceiro trimestre, o PIB cresceu 1,0% em termos dessazonalizados em relação ao trimestre anterior. Segundo esse critério, a indústria apresentou o melhor desempenho, com forte aceleração de 2,8% o item serviços cresceu 0,7% e a agropecuária experimentou considerável desaceleração de 3,6%. Nota-se, ainda, importância crescente na sustentação do crescimento dos componentes da demanda doméstica, com destaque especial para a recuperação da formação bruta de capital fixo. As expectativas de mercado em relação ao crescimento do PIB para 2004 foram novamente reavaliadas para cima, passando de 4,5% no final de setembro para 5,0% em 3 de dezembro. As Contas Nacionais de 2003 foram revisadas pelo IBGE e a variação do PIB passou de um decréscimo de 0,2% para uma expansão de 0,5%, ou seja, percentual próximo ao crescimento de 0,6% estimado no “Relatório de Inflação” de setembro de 2004.

Com essa revisão, o crescimento do PIB em 2004 se torna ainda mais expressivo, pois se dá a partir de uma base maior que a antecipada originalmente.

A produção industrial medida pelo IBGE apresentou uma seqüência de seis meses consecutivos (fevereiro a agosto de 2004) de expansão na série dessazonalizada, padrão que não se observava desde 1994. Essa seqüência atipicamente monotônica foi interrompida em setembro, quando começou um processo de acomodação da atividade que teve prosseguimento em outubro. Tal comportamento não pode ser considerado indicador de que a tendência de crescimento esteja se revertendo. Conforme já salientado em Notas de reuniões do Copom, após uma seqüência mensal de resultados como os observados no passado recente, alguma acomodação seria plenamente esperada, pois taxas mensais de variação da produção industrial apresentam a característica de serem voláteis, com oscilações de curto prazo em torno de uma tendência de crescimento. Já a média móvel trimestral da série dessazonalizada indica expansão contínua da produção industrial desde fevereiro deste ano, mas em ritmo menos acelerado nos meses recentes.

No lado da demanda, o consumo das famílias cresceu 3,9% nos três primeiros trimestres do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior, segundo as Contas Nacionais do IBGE. As vendas do comércio varejista, de acordo com a PMC do IBGE, apresentaram crescimento de 9,27% em termos de volume e de 12,24% nas receitas nominais, no acumulado de janeiro a outubro, em relação ao mesmo período do ano anterior. Após longa seqüência de expansão, as vendas no varejo permaneceram estáveis entre agosto e outubro, segundo a série dessazonalizada. O crescimento do emprego e da massa salarial real sinaliza a manutenção do dinamismo das vendas no comércio nos próximos meses. No comércio exterior, em resposta ao elevado nível de atividade no mercado doméstico, as importações cresceram à taxa de 28,9% no período janeiro-novembro, em relação ao mesmo período do ano anterior. O dinamismo no mercado externo permitiu também que as exportações mantivessem forte expansão: 31,6% no período.

O bom desempenho das vendas e da produção refletiu-se favoravelmente no mercado de trabalho. Houve redução na taxa de desemprego aberto medida pelo IBGE, passando da máxima no ano de 13,1% em abril para 10,5% em outubro. Esse valor se iguala à taxa de dezembro de 2002, a menor taxa desde a mudança na metodologia para a apuração desse índice. Além disso, deve-se considerar que dezembro é um mês em que o nível de atividade é sazonalmente elevado e o nível de desemprego reduz-se consideravelmente, o que abre espaço

para ganhos adicionais em termos de emprego até o final do ano. O pessoal ocupado nas principais regiões metropolitanas do País cresceu 2,9% de janeiro a outubro em relação ao mesmo período do ano anterior. No mesmo período, a massa salarial real aumentou 1,6%. Dados da CNI mostram que a massa salarial real na indústria de transformação vem mantendo tendência de crescimento desde março de 2003. Os dados de emprego formal apurados pelo MTE, de abrangência nacional, registram criação de 1.796.347 novas vagas com carteira assinada nos dez primeiros meses do ano.

A melhora no mercado de trabalho, por sua vez, tem proporcionado uma fonte de sustentação crescente à expansão da produção e das vendas da indústria e do comércio varejista. Ao longo dos últimos meses, vem aumentando progressivamente a importância relativa dos setores mais sensíveis ao crescimento da renda, em detrimento dos setores mais sensíveis ao crédito. A produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis mostrou crescimento de 3,5% no período janeiro-outubro de 2004, em relação ao mesmo período do ano anterior. Já se observa, também, mudança qualitativa na composição das vendas no varejo, ganhando dinamismo os segmentos menos sensíveis ao crédito, como vendas em super e hipermercados. Essa mudança, favorecendo um maior equilíbrio entre diferentes setores em termos de ritmo de expansão, é característica da convergência da economia para um padrão de crescimento sustentado.

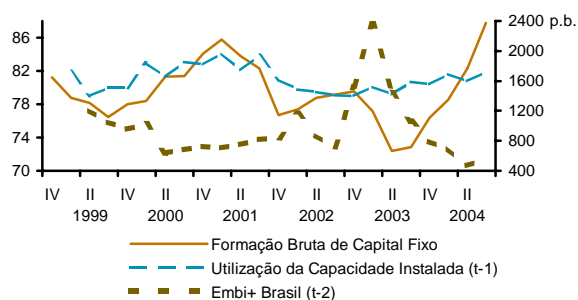
Os elevados níveis de vendas e produção, observados ao longo dos últimos meses, continuam a ter reflexos significativos no nível de utilização da capacidade instalada na indústria. Segundo dados da FGV, dessazonalizados pelo Banco Central, o nível de utilização atingiu 85,3% em outubro, o que representa o nível máximo da série desde 1990, superando a taxa até então recorde, verificada em abril de 1995, durante o rápido crescimento econômico registrado no primeiro ano do Plano Real. Por outro lado, segundo a CNI, o índice de utilização da capacidade instalada registrou ligeiro declínio de agosto a outubro, na série dessazonalizada, após ter atingido recorde histórico em agosto.

Dado o rápido preenchimento da capacidade instalada, o desempenho dos investimentos torna-se fundamental para que se evitem gargalos e pressões inflacionárias. Indicadores recentes têm ratificado a tendência de retomada dos investimentos, em relação ao nível deprimido observado em anos recentes. Segundo o IBGE, a formação bruta de capital fixo cresceu 11,8% no acumulado de três trimestres em relação ao mesmo período do ano anterior, ou seja, a mais alta taxa acumulada, segundo esse critério, desde 1995. Nos primeiros dez meses de 2004, a absorção doméstica de bens

de capital – produção mais importações menos exportações de bens de capital – foi 12,2% maior que no mesmo período do ano anterior, mesmo com a redução provocada nesse indicador pelo registro como produto exportado em outubro, de acordo com as normas vigentes, de uma plataforma petrolífera produzida e operada domesticamente. A produção doméstica de bens de capital, que se expandiu 21,8% no período, foi a principal determinante para o crescimento na absorção. A recuperação da formação bruta de capital fixo foi mais intensa desde o início da retomada, em meados de 2003, do que em períodos equivalentes das três retomadas anteriores. O resultado desse comportamento tem sido a elevação da taxa de investimento, de 19,8% em 2003 para 22,5% do PIB no primeiro semestre de 2004, segundo as Contas Nacionais do IBGE. No entanto, é importante ressaltar que, mesmo com a incorporação dos dados favoráveis de investimento registrados pelas Contas Nacionais no terceiro trimestre de 2004, as várias medidas de hiato do produto acompanhadas pelo Copom continuam indicando tendência de redução da margem de ociosidade da economia em termos agregados.

Investimento, Utilização da Capacidade Instalada e Risco-Brasil

UCI em %; FBFK base: 1998 IV = 81,2 (média da UCI)



Fontes: IBGE, FGV e JP Morgan

O gráfico ao lado mostra a correlação elevada que os investimentos têm com a capacidade instalada e, também, mesmo com uma defasagem um pouco maior, com o risco-Brasil. Como já foi salientado, o comportamento desses indicadores antecedentes sugere que os investimentos devem continuar em expansão ao longo dos próximos meses. Conforme observado, os dados de investimentos têm-se mostrado encorajadores, mas permanecem as incertezas mencionadas em Notas de reuniões recentes do Copom e em Relatórios de Inflação anteriores, a respeito da velocidade de ampliação mais imediata da capacidade produtiva e da tendência de crescimento de longo prazo do produto potencial da economia. É natural que tais incertezas se exacerbem em pontos como o atual, em que trimestres consecutivos de rápida expansão seguem-se ao padrão de crescimento lento e irregular dos últimos anos. Diante dos patamares de produção já alcançados, e mesmo com a tendência de arrefecimento da expansão da demanda, o ritmo de preenchimento do hiato do produto ainda representa um risco para a condução da política monetária.

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 elas associados compõem o cenário principal, com base no qual o Copom toma suas decisões.

Os mesmos riscos para a dinâmica inflacionária identificados no “Relatório de Inflação” de setembro continuam presentes. No ambiente interno, os maiores riscos estão associados às incertezas quanto à ampliação da capacidade produtiva da economia para atender à maior demanda por bens e serviços proporcionada pelo forte crescimento observado recentemente e ao comportamento das expectativas de inflação dos agentes privados. Embora as incertezas tenham se reduzido nos mercados financeiros internacionais, permanece ainda o risco representado pela alta volatilidade dos preços internacionais do petróleo.

No cenário doméstico, como mencionado na seção anterior, observam-se sinais nítidos de que o crescimento da economia está se disseminando por todos os setores. O processo que se iniciou nos setores mais sensíveis ao crédito inclui agora, em função do dinamismo no mercado de trabalho, os setores mais dependentes da renda. O elevado nível de expansão da economia, bem como a sua disseminação entre os setores, está refletido não apenas nos resultados do PIB do terceiro trimestre, como também na revisão do PIB de 2003, o qual mostra que, ao longo de 2004, o produto tem crescido sobre uma base maior do que a anteriormente estimada. Indicadores antecedentes e coincidentes sinalizam certo arrefecimento, tanto nas vendas como na produção, mas ainda é prematuro indicar qualquer tendência duradoura nesse sentido, dado que essas variáveis permanecem em níveis elevados e, em processo sustentado de crescimento, é natural que fases de expansão mais intensa se intercalem com períodos de ritmo mais moderado.

Nesse contexto, um foco importante de preocupação do Copom, em relação à dinâmica prospectiva da inflação, continua sendo o desempenho da oferta agregada nos próximos trimestres. Conforme mencionado anteriormente, o desempenho dos investimentos tem sido promissor, partindo do nível deprimido de anos recentes. Consolidar essa tendência é fundamental para que a economia amplie satisfatoriamente o seu potencial de crescimento. Apesar da tendência positiva nos investimentos, os indicadores do nível de utilização da capacidade permanecem elevados e as diferentes medidas acompanhadas pelo Copom continuam sinalizando fechamento do hiato do produto mesmo após a incorporação dos dados das Contas Nacionais referentes ao terceiro trimestre de 2004. Dessa forma, é necessário que a política monetária permaneça especialmente vigilante em relação ao ritmo de expansão adicional da demanda.

Outro fator de risco que continua merecendo atenção é a deterioração das expectativas de inflação dos agentes privados. A redução ocorrida entre as reuniões de novembro e dezembro do Copom nas expectativas para 2005 pode ser considerada relativamente modesta, tendo em vista os desenvolvimentos recentes que poderiam contribuir para arrefecer as pressões inflacionárias no próximo ano, tais como, os sinais de acomodação no ritmo de crescimento da economia, a apreciação da taxa de câmbio, a queda nos preços internacionais de importantes *commodities* e a sinalização inequívoca de uma postura mais restritiva de política monetária ao longo dos últimos meses. Para que se obtenha convergência da inflação para a trajetória de metas com menor volatilidade do produto, isto é, com menor impacto no nível de atividade, é importante que as expectativas convirjam com maior rapidez para os níveis almejados de taxa de inflação.

A variação recente dos preços industriais no atacado, com impacto potencial sobre os índices de preços no varejo, permanece como uma fonte adicional de risco para a inflação. A mera constatação de que o repasse para o varejo de aumentos de preços acumulados no atacado não ocorreu até agora com a intensidade observada historicamente não permite inferir que essas pressões se desvaneceram e não mais representam um risco latente para a inflação ao consumidor. Nessas circunstâncias, a pressão latente pela recomposição ou ampliação das margens de lucros exige da autoridade monetária atenção redobrada às tendências de repasse de aumentos de preços ao longo da cadeia produtiva e sinalização inequívoca de que a política monetária não abrirá espaço para a acomodação de impactos secundários de choques de custos.

Tal como no “Relatório de Inflação” de setembro, é importante alertar para que, em um ambiente mais propício à recomposição de margens, os reajustes salariais não sejam concedidos na presunção de que a política monetária acomodará seu repasse automático aos preços. A recuperação dos salários reais que vem sendo observada é crucial para a sustentação do crescimento econômico, mas a manutenção da estabilidade depende de que essa recuperação se dê mediante concessão de aumentos nominais consistentes com a hipótese de que a inflação permanecerá baixa, e não mediante a concessão de reajustes nominais mais generosos acompanhados de maior corrosão inflacionária no futuro.

No cenário externo, com o ambiente mais favorável nos mercados financeiros internacionais, inclusive com quedas adicionais nos preços do petróleo, o prêmio de risco-Brasil continuou em queda e o real apreciou-se em relação ao dólar. As perspectivas continuam favoráveis no sentido

de que o Fed dos Estados Unidos prossiga em sua política de aumento moderado nas taxas de juros. De fato, ao longo de 2004, exceto por um breve período no segundo trimestre, em que os mercados anteciparam uma possível mudança de postura pelo Fed, em função de dados localizados da economia norte-americana sinalizando crescimento do produto em ritmo mais acelerado, a situação de liquidez manteve-se favorável, materializando-se assim o cenário projetado nos Relatórios de Inflação e Notas das reuniões do Copom. Desde o final de 2003, o Copom vem trabalhando com um cenário de baixa probabilidade de movimentos abruptos na taxa de juros básica norte-americana, o que efetivamente acabou ocorrendo em 2004, com o Fed seguindo uma política de aumento gradual das taxas de juros. A continuidade do cenário favorável estará sujeita, conforme observado em ocasiões anteriores, à incorporação pelos agentes de novas informações sobre o desempenho esperado das economias industrializadas, especialmente dos Estados Unidos, e dos desenvolvimentos nos preços internacionais do petróleo. Os recentes movimentos na taxa de câmbio entre as principais moedas representam uma fonte adicional de preocupação, tendo em vista que um processo de ajuste desordenado, ao qual hoje se atribui consensualmente baixa probabilidade de ocorrência, traria importante instabilidade para os mercados financeiros internacionais.

Os preços do petróleo no mercado internacional, após terem registrado recordes históricos em outubro, vêm apresentando tendência de redução. Embora tenha havido recuo considerável em relação aos valores máximos de outubro, os preços ainda continuam em níveis elevados. Conforme destacado em Notas de reuniões recentes do Copom, as previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo continuam marcadas por grande incerteza, concentrada, no momento, nas dúvidas a respeito do alcance e da persistência da mudança recente de tendência. Em todo caso, a reversão da escalada de preços desde outubro permite vislumbrar, com maior segurança, condições no mercado de petróleo que referendem o cenário de projeção mantido pelo Copom, que continuou a tratar aquela deterioração mais intensa como um risco latente e não como parte de suas premissas básicas.

No campo doméstico, com os aumentos recentes nos preços dos combustíveis, a hipótese básica com a qual o Copom trabalha é a de que não ocorram novos reajustes em 2005. Caso venha a se materializar um cenário relativamente mais benigno para os preços do petróleo no mercado internacional do que o cenário básico de trabalho do Copom, é possível inclusive que surja espaço para que os preços domésticos dos derivados sofram alguma

redução ao longo do próximo ano. Conforme destacado nas Notas da reunião do Copom de setembro passado, quando se estabeleceu o objetivo de inflação de 5,1% para 2005, novos choques que venham a perturbar a dinâmica inflacionária serão tratados de forma assimétrica. Isso implica que o Copom tirará proveito máximo de eventuais choques favoráveis, como reduções não antecipadas nos preços dos combustíveis, uma oportunidade para reaproximar a inflação da trajetória de metas estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

O cenário de referência considera para os preços administrados por contrato e monitorados uma variação de 9,8% em 2004, com elevação em relação aos 8,5% previstos no último Relatório. A projeção de aumento para a gasolina foi elevada de 9,5% para 13,0% para 2004. Quanto aos demais preços monitorados em 2004, aumentou de 6,2% para 6,5% o reajuste previsto para o gás de botijão, enquanto que o do telefone fixo passou de 13,9% para 14,8%, reduzindo-se, por outro lado, as projeções de reajuste da energia elétrica residencial, de 11,5% para 10,0%. A partir de dezembro, o Copom passou a trabalhar com projeções desagregadas para os reajustes de preços monitorados em 2005, e a nova projeção para o conjunto desses preços é de 6,7%, 0,2 p.p. menor que a projeção de setembro. Estima-se reajuste de 0% tanto para a gasolina como para o gás de botijão. Em relação às tarifas de energia elétrica residencial, o valor projetado é de 9,5%. Quanto às tarifas de telefonia fixa, projeta-se aumento de 7,7% em 2005. O modelo de determinação endógena de preços administrados por contrato e monitorados projeta uma variação de 5,1% para 2006.

Ainda no cenário de referência, supõe-se a manutenção da taxa Selic em 17,75%, meta estabelecida pelo Copom na reunião de dezembro, além da taxa de câmbio constante em R\$2,75 até o final de 2006. Esse procedimento de manutenção de juros e câmbio constantes é padrão nas simulações consideradas pelo Copom, conforme mencionado em Relatórios de Inflação anteriores. O cenário de referência traçado é compatível com um *spread* para a taxa de *swap* pré-DI de seis meses de 2 p.b. para o último trimestre de 2004 e de 50 p.b. para o mesmo período de 2005 e 2006.

O ambiente externo menos volátil refletiu-se nas trajetórias de câmbio que caracterizam o cenário de mercado. Os valores estimados para a taxa de câmbio pelos analistas ficaram em R\$2,81 para o último trimestre de 2004 e em R\$2,99 para o último trimestre de 2005, menores, para ambos os períodos, do que os constantes do último Relatório (R\$3,02 e R\$3,17, respectivamente). Para o último trimestre de 2006, o valor

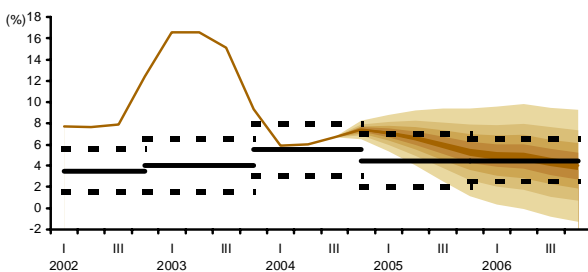
estimado é de R\$3,25. Ao mesmo tempo, os agentes privados reavaliaram também a trajetória prevista para a política monetária, elevando suas projeções para a taxa Selic de 16,42% para 17,04% ao final de 2004 e de 15,12% para 15,75% ao final de 2005. Para o final de 2006, a taxa Selic é projetada em 14,14%. Esses novos valores resultam em *spreads* projetados para o *swap* de 180 dias de 4 p.b. em 2004, de -42 p.b. em 2005 e de -232 p.b. em 2006. Os aumentos esperados para o cenário de mercado dos preços administrados por contrato e monitorados situam-se em 9,8% para 2004 e em 7,7% para 2005.

Para a política fiscal, os resultados obtidos até novembro de 2004 oferecem segurança adicional de que se verificará em 2004 e, nos próximos dois anos, a hipótese de cumprimento das metas de superávit primário do setor público consolidado.

6.3 Previsão da inflação

Com base nos pressupostos acima e nos riscos a eles associados, conforme considerados pelo Copom, e utilizando o conjunto de informações disponível, foram construídas as projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres, utilizando as trajetórias de juros e de câmbio que constituem os cenários de referência e de mercado. No cenário de referência, supõe-se que a taxa de juros será mantida em 17,75% a.a., valor definido pelo Copom na reunião de 15 e 16 de dezembro últimos, e que a taxa de câmbio permanecerá constante em valor próximo ao vigente nos dias que antecederam a reunião (R\$2,75). No cenário de mercado, considerando as expectativas dos agentes coletadas pela Gerin, a taxa básica de juros da economia parte de uma média de 17,04% a.a. no último trimestre de 2004 e reduz-se a partir de então, alcançando 15,75% a.a. no quarto trimestre de 2005 e 14,14% a.a. no final de 2006. A trajetória para a taxa de câmbio parte de uma média de R\$2,81 no quarto trimestre de 2004 e atinge R\$2,99 e R\$3,25 nos últimos trimestres de 2005 e 2006, respectivamente.

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 17,75% a.a. (Cenário de referência)
Leque de inflação



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

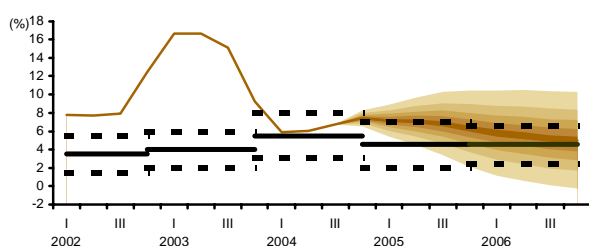
Inflação do IPCA, com juros constantes de 17,75% a.a. (Cenário de referência)

Período		Intervalo de confiança					Projeção central	
		50%	30%	10%				
2004	4	7,0	7,2	7,3	7,5	7,6	7,7	7,4
2005	1	6,4	6,7	6,9	7,2	7,5	7,8	7,1
2005	2	5,5	6,0	6,4	6,8	7,2	7,7	6,6
2005	3	4,5	5,1	5,7	6,2	6,7	7,3	5,9
2005	4	3,6	4,3	5,0	5,6	6,3	7,0	5,3
2006	1	3,1	3,9	4,6	5,3	6,0	6,9	5,0
2006	2	2,8	3,7	4,5	5,3	6,0	6,9	4,9
2006	3	2,2	3,1	4,0	4,7	5,6	6,5	4,4
2006	4	1,8	2,8	3,6	4,4	5,2	6,2	4,0

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

A previsão central associada ao cenário de referência para a inflação de 2004 indica um valor de 7,4%. A trajetória para a inflação acumulada em quatro trimestres ao longo de 2005 mostra tendência de redução, partindo de 7,1% no primeiro trimestre e fechando o ano em 5,3% – valor acima do objetivo de 5,1% adotado pelo Copom para a inflação de 2005. Essa redução da inflação está, em grande medida, associada ao processo de ajuste da taxa de juros básica realizada pelo Copom nos últimos meses e à valorização da taxa de câmbio. Conforme a tabela ao lado, entre o último trimestre de 2004 e o primeiro de 2005, a inflação acumulada

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 12 meses (% a.a.).

Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros^{1/}

Período	Intervalo de confiança						Projeção central
	50%	30%	10%	10%	30%	50%	
2004 4	7,0	7,2	7,3	7,5	7,6	7,8	7,4
2005 1	6,5	6,8	7,0	7,3	7,6	7,9	7,2
2005 2	6,0	6,4	6,9	7,3	7,7	8,1	7,1
2005 3	5,4	6,0	6,5	7,1	7,6	8,2	6,8
2005 4	4,6	5,3	6,0	6,6	7,3	8,0	6,3
2006 1	3,9	4,7	5,4	6,2	6,9	7,7	5,8
2006 2	3,5	4,4	5,2	5,9	6,7	7,6	5,5
2006 3	3,1	4,0	4,8	5,6	6,4	7,3	5,2
2006 4	2,8	3,8	4,6	5,4	6,2	7,2	5,0

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

1/ De acordo com a Gerin.

Projeções do "Relatório de Inflação" de setembro de 2004

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2004 III	6,8	6,8
2004 IV	7,2	7,4
2005 I	6,9	7,3
2005 II	6,6	7,2
2005 III	6,0	6,8
2005 IV	5,6	6,4

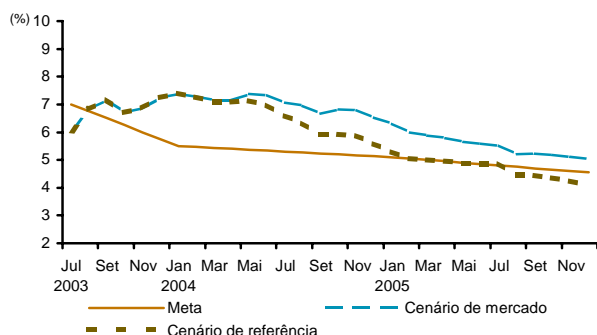
em quatro trimestres cai 0,3 p.p., em função da substituição da inflação particularmente elevada observada no início de 2004 (1,85% no primeiro trimestre) pela projeção de um valor menor para o mesmo período de 2005, 1,55%. Nos trimestres seguintes, a magnitude da redução se mantém praticamente inalterada, e, de acordo com o intervalo de confiança mostrado na tabela, a probabilidade de se superar o limite superior de tolerância para a meta de inflação de 2005 é de cerca de 25%, segundo o cenário de referência, abaixo da probabilidade apresentada no Relatório de setembro, que era de 31%. A tendência de redução da inflação é também verificada ao longo de 2006, quando a projeção da inflação acumulada em quatro trimestres inicia o ano em 5,0% e reduz-se até atingir 4% no último trimestre – fechando o ano, portanto, em valor abaixo do centro da meta para 2006.

O cenário de mercado – gráfico e tabela ao lado – apresenta previsão para a inflação acumulada em 2004 igual à do cenário de referência (7,4%). Todavia, por incorporar uma trajetória com depreciação para a taxa de câmbio e redução na taxa de juros ao longo do horizonte de previsão, o cenário de mercado projeta taxas de inflação mais elevadas do que o cenário de referência para os períodos subsequentes, de 6,3% para 2005 e 5,0% para 2006. Tanto para 2005 quanto para 2006, essas projeções se encontram acima do ponto central das respectivas metas. Tal como ocorre no cenário de referência, a inflação acumulada em quatro trimestres apresenta redução ao longo do horizonte de projeção, embora em menor grau, dadas a depreciação cambial e a redução de juros esperadas pelo mercado. Por esse motivo, refletindo uma projeção mais distante da trajetória das metas do que no cenário com juros e câmbio constantes, a probabilidade de se superar o limite superior da meta para a inflação de 2005 no cenário de mercado é maior, de cerca de 39%. Conforme descrito na seção 6.2, o cenário de mercado supõe inflação de preços monitorados de 7,7% para 2005, 1 p.p. maior que os 6,7% embutidos no cenário de referência. Para 2004, ambos os cenários supõem uma inflação acumulada de preços monitorados de 9,8%.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com aquelas divulgadas no Relatório anterior, cujas projeções centrais estão reproduzidas na tabela ao lado, mostra que, para 2004, houve pequena elevação (0,2 p.p.) nas projeções do cenário de referência, convergindo para os 7,4% projetados segundo o cenário de mercado no Relatório anterior e no atual. Para 2005, pode-se verificar que houve redução nas projeções dos dois cenários. Em setembro, o cenário de referência apontava para uma redução gradual da inflação, com a projeção central fechando o ano em 5,6%, 0,3 p.p. acima da atual. Esse

resultado se deve à redução da projeção da inflação de preços livres, que passou de 5,1% no último Relatório para 4,7% agora. Dentre os fatores que contribuíram para reduzir a projeção de inflação, destacam-se a elevação dos juros realizada pelo Copom, a valorização do câmbio e a menor estimativa para a inflação dos preços administrados em 2005 (que caiu de 6,9% para 6,7%). Tais fatores mais que compensaram o efeito sobre a inflação projetada do fechamento do hiato do produto, decorrente da continuação do processo de forte recuperação da economia, de acordo com os vários métodos de estimação utilizados pelo Banco Central.

Inflação acumulada nos doze meses seguintes

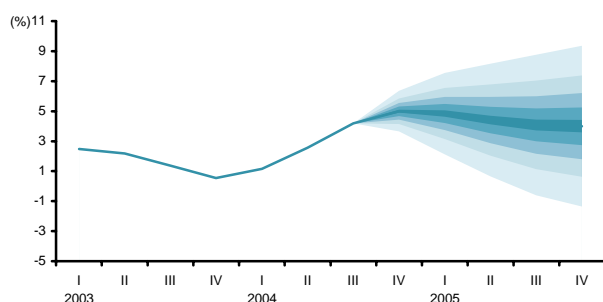


O gráfico ao lado mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses à frente, de acordo com os cenários de referência e de mercado deste Relatório, juntamente com a trajetória interpolada das metas para 2003 e 2004, do objetivo de 5,1% adotado pelo Banco Central para a inflação de 2005 e da meta para 2006. Essas trajetórias são construídas pela soma da inflação ocorrida até novembro de 2004 com as inflações projetadas a partir desse mês. Assim como discutido nos últimos dois Relatórios, de acordo com o cenário de referência, a inflação acumulada em doze meses à frente está acima da trajetória das metas a partir do terceiro trimestre de 2003, e, embora com alguma redução, permanece acima durante todo 2004. Apenas em meados de 2005, a inflação volta a situar-se abaixo da trajetória das metas, demonstrando a convergência para o ponto central da meta de 2006. No cenário de mercado, as projeções também ficam acima da meta a partir do terceiro trimestre de 2003 e, apesar da redução e da maior convergência que no Relatório anterior, ainda permanecem acima dessa trajetória até o final de 2005.

Variação do PIB com juros fixos em 17,75% a.a.

Cenário de referência

Leque do produto



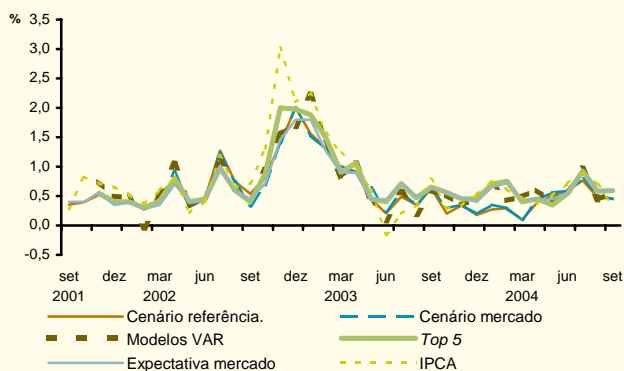
Apresenta-se, também, o leque de crescimento do produto, construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Deve-se enfatizar que os erros de previsão associados às projeções de crescimento do PIB são consideravelmente maiores do que no caso de projeções de inflação. Afinal, o modelo usado nas projeções trabalha com uma decomposição do produto em dois componentes que não são diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto – e, além disso, o cálculo do nível do produto é mais complexo e menos preciso do que o da inflação. De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2004 é de 5%, 0,6 p.p. maior do que o projetado no “Relatório de Inflação” de setembro, e para 2005 se prevê um crescimento de 4%.

Comportamento das Previsões de Inflação do Banco Central e do Mercado

O “Relatório de Inflação” de dezembro de 2003 apresentou um boxe com uma comparação entre as projeções de inflação do modelo estrutural básico do Banco Central do Brasil (utilizando as hipóteses dos cenários de referência e de mercado) e o comportamento das expectativas de inflação formadas pelos agentes do mercado coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin). Este boxe procura atualizar aquela comparação, utilizando dados mensais (os dados do boxe anterior eram trimestrais) e incorporando as projeções obtidas pelo Banco Central a partir dos modelos de vetores auto-regressivos (VAR) e as previsões de inflação das instituições *Top 5*.

Antes de mais nada, entretanto, deve-se ressaltar que os cenários construídos com base no modelo estrutural básico do Banco Central não são previsões no sentido estrito – isto é, tentativas de obter a melhor estimativa pontual possível da trajetória futura da inflação, dado o conjunto de informação disponível – mas exercícios de projeção condicionados a hipóteses muito específicas sobre a trajetória futura de câmbio e de juros, variáveis capazes de afetar de forma significativa a dinâmica dos preços. No caso do cenário de mercado, as trajetórias de câmbio e de juros são elas próprias projeções para o comportamento futuro dessas variáveis, mas de responsabilidade dos participantes da pesquisa da Gerin, e não do Banco Central. Já o cenário de referência incorpora trajetórias de juros e câmbio constantes, independentemente das chances de concretização dessas trajetórias, segundo procedimento padrão cujo papel é balizar a condução da política monetária e não propriamente produzir previsões acuradas de inflação.

Previsão da inflação um passo à frente



O gráfico ao lado apresenta as projeções um passo à frente dos modelos do Banco Central, dos agentes do mercado (mediana das expectativas e instituições *Top 5*) e a inflação efetiva para o período de setembro de 2001 a setembro de 2004. Como já enfatizado no box do Relatório de dezembro de 2003, os modelos do Banco Central foram melhores do que a mediana das expectativas de mercado e do que as projeções das instituições *Top 5* na previsão do recuo das taxas observado a partir do final do segundo trimestre de 2003. Por outro lado, as projeções do mercado conseguiram prever melhor do que o modelo estrutural do Banco Central o movimento de aceleração da inflação ocorrido no início de 2004, quando as previsões, tanto no cenário de referência quanto no cenário de mercado, subestimaram a inflação do período. Destaque-se, todavia, que as previsões dos modelos VAR do Banco Central acompanharam de perto a taxa de inflação ocorrida.

Erro absoluto médio das previsões mês a mês

Setembro de 2001 a setembro de 2004

	1 passo	2 passos	3 passos	6 passos	12 passos
Gerin	0,24	0,40	0,45	0,54	0,58
Top 5	0,20	0,36	0,45	0,54	0,59
Cenário referência	0,23	0,31	0,41	0,57	0,65
Cenário mercado	0,24	0,34	0,45	0,59	0,61
Modelos VAR	0,20	0,33	0,48	0,55	0,45

Erro absoluto médio das previsões mês a mês

Setembro de 2001 a setembro de 2004 – Excluindo o quarto trimestre de 2002

	1 passo	2 passos	3 passos	6 passos	12 passos
Gerin	0,19	0,30	0,33	0,40	0,40
Top 5	0,17	0,27	0,33	0,40	0,43
Cenário referência	0,19	0,22	0,29	0,43	0,49
Cenário mercado	0,19	0,23	0,32	0,44	0,46
Modelos VAR	0,15	0,24	0,35	0,39	0,15

As tabelas ao lado apresentam os erros absolutos médios das previsões mensais dos diversos modelos e das expectativas de mercado para vários horizontes de tempo à frente. A primeira tabela considera todo o período de 2001:9 a 2004:9, enquanto que a segunda mostra o mesmo período, mas retirando-se o quarto trimestre de 2002. A primeira tabela mostra que, à medida que aumenta o horizonte de tempo das previsões, os erros se elevam, uma vez que a incerteza da previsão um passo à frente é menor que a da previsão doze passos à frente. Em especial, quando se comparam as duas tabelas, pode-se observar que nenhuma das projeções conseguiu captar adequadamente o rápido movimento de aceleração da inflação entre o último trimestre de 2002 e o segundo trimestre de 2003 (veja também no gráfico acima). Os erros foram maiores em todas as projeções (tanto do mercado quanto do Banco Central) quando se consideram os dados com o quarto trimestre de 2002. Isso já havia sido verificado no box do Relatório de dezembro de 2003. Adicionalmente, para todos os horizontes de previsão, pelo menos um dos modelos do Banco Central prevê melhor que o mercado, com destaque para os modelos auto-regressivos em horizontes de previsão maiores.

No caso das previsões para a inflação acumulada para os diferentes horizontes, quando se considera todo o período, os erros absolutos médios das expectativas de mercado e das projeções do

Erro absoluto médio das previsões da inflação acumulada à frente

Setembro de 2001 a setembro de 2004 – Excluindo o quarto trimestre de 2002

	3 meses	6 meses	12 meses
Gerin	0,65	1,37	3,19
Top 5	0,60	1,38	3,21
Cenário referência	0,52	1,37	3,39
Cenário mercado	0,52	1,31	3,05
Modelos VAR	0,50	1,08	1,93

modelo estrutural do Banco Central são, de uma forma geral, bastante semelhantes, com pequena vantagem para os modelos do Banco Central nos horizontes de três e seis meses. A tabela ao lado apresenta os erros absolutos médios de previsão, desconsiderando o quarto trimestre de 2002. Percebe-se que os valores dos erros foram relativamente elevados tanto nas projeções do mercado quando nas do Banco Central, especialmente para doze meses à frente. Três fatores contribuem de forma mais significativa para esses resultados. Primeiro, como já enfatizado, no segundo semestre de 2002 e no início de 2003, refletindo o aumento das incertezas associadas ao processo eleitoral, os preços apresentaram uma dinâmica não captada corretamente pelos modelos econométricos. Segundo, choques são difíceis de prever com tanta antecedência. Terceiro, no caso da inflação acumulada doze meses à frente, os erros ocorridos em um mês são carregados por muito mais tempo nas estatísticas. Ressalte-se que os dados demonstram grande precisão dos modelos VAR, com destaque para a previsão da inflação acumulada doze meses à frente.

Erro absoluto médio das previsões da inflação acumulada à frente

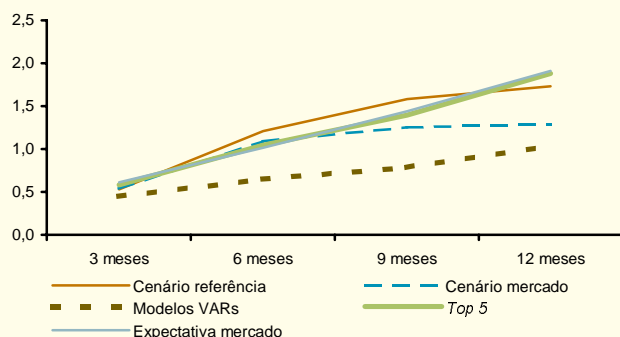
Janeiro de 2003 a setembro de 2004

	3 meses	6 meses	12 meses
Gerin	0,61	1,01	1,91
Top 5	0,58	1,04	1,88
Cenário referência	0,53	1,21	1,73
Cenário mercado	0,54	1,09	1,29
Modelos VAR	0,44	0,65	1,03

Por fim, observa-se significativa redução nos erros absolutos médios das previsões de inflação quando considerado o período mais recente. A tabela e o gráfico ao lado apresentam os dados relativos às previsões a partir de janeiro de 2003. Reforçando os fatores mencionados acima, a redução foi maior para as previsões doze meses à frente. Para o horizonte de três meses, o modelo estrutural do Banco Central, em ambos os cenários, foi melhor que as expectativas dos agentes do mercado. O inverso ocorreu para o horizonte de seis meses, com ligeira vantagem das expectativas de mercado. No caso das previsões mais longas (doze meses), a vantagem dos modelos do Banco Central foi maior, com erros de 1,73% no cenário de referência e 1,29% no cenário de mercado, contra 1,91% e 1,88% da mediana das expectativas e das instituições Top 5, respectivamente. Considerando todos os modelos, os VAR do Banco Central apresentaram menor erro em todos os horizontes, com valores de 0,44%, 0,65% e 1,03%, para três, seis e doze meses, respectivamente. Essa maior precisão na previsão de inflação observada na análise do período recente, reflete o aprimoramento da capacidade preditiva dos modelos utilizados pelo Banco Central do Brasil e pelos analistas do mercado, além da ausência de fortes choques exógenos aos modelos econométricos.

Erro absoluto médio – Previsão da inflação acumulada

Período iniciado em 2003



Pesquisas de Expectativas de Inflação

Como o Banco Central do Brasil, um número crescente de bancos centrais no mundo dedica especial atenção ao acompanhamento periódico das expectativas de inflação do setor privado. Por meio desse acompanhamento, a autoridade monetária passa a dispor de um instrumento crucial de gestão da política monetária, à medida que as expectativas desempenham um papel relevante na própria dinâmica inflacionária, sendo um componente na formação de preços, salários e contratos da economia. Adicionalmente, determinam a estrutura a termo de juros reais *ex-ante* associada a uma determinada curva de juros nominal, afetando assim as decisões privadas de consumo e investimento.

O monitoramento das expectativas de inflação é ainda mais importante nos países que seguem regimes formais de metas de inflação. Ao conduzir a política monetária segundo esse regime, o banco central procura coordenar a formação das expectativas privadas. A aferição de como essas evoluem no tempo e sua comparação com as projeções de inflação da autoridade monetária são parte importante do processo de implementação da política monetária.

As pesquisas de expectativas de inflação efetuadas pelos diversos bancos centrais assumem três procedimentos principais: (i) sondagens com um número representativo de especialistas, usualmente do setor privado; (ii) sondagens mais amplas de percepção de inflação com a população em geral; e (iii) acompanhamento indireto das expectativas com base em preços de ativos financeiros.

O Banco da Inglaterra (BoE) acompanha as expectativas de inflação pelos três procedimentos mencionados. O principal monitoramento toma como base os diferenciais de preços entre títulos públicos

pré e pós-fixados, de maturidade equivalente, negociados no mercado de renda fixa. Além disso, o BoE conduz trimestralmente uma pesquisa de opinião ampla com a população denominada *Public Attitudes to Inflation*. Finalmente, é efetuada uma sondagem com 23 especialistas de mercado, a qual é cotejada com as projeções de inflação do *Monetary Policy Committee* (MPC) apresentadas trimestralmente no “Relatório de Inflação”. Todos esses indicadores são relevantes para a modelagem e para o processo decisório de política monetária.

O Banco de Israel é outra instituição reconhecida pelo desenvolvimento de múltiplos métodos de monitoramento das expectativas de inflação. A exemplo do BoE, o Banco de Israel utiliza como principal medida de expectativas de inflação, em seus modelos e documentos, a taxa implícita no diferencial de preços entre os títulos públicos pré e pós-fixados de vencimento equivalente. Adicionalmente, o Banco de Israel efetua uma ampla sondagem de expectativas com 570 empresas (terceiro trimestre de 2004) e uma pesquisa mais restrita de expectativas com sete especialistas em previsão do mercado financeiro.

O *Federal Reserve Bank* (Fed), embora não siga um regime formal de metas de inflação, também utiliza sistematicamente várias medidas de expectativas de inflação no seu processo decisório. Em particular, o Fed se beneficia da pesquisa mensal sobre o sentimento do consumidor, conduzida pela Universidade de Michigan há quase sessenta anos, que abarca, entre outros pontos, a percepção do público sobre a inflação. Entre as sondagens próprias, a principal é a *Survey of Professional Forecasters* trimestral dirigida pelo Fed da Filadélfia desde 1990, com 34 especialistas do setor privado.

Expectativas medidas com base em preços de ativos financeiros têm a vantagem evidente de estarem referendadas pelas apostas que os agentes privados fazem em sua acuidade ao transacionarem ativos a esses preços. No entanto, a diferença de retorno entre ativos nominais e indexados reflete não só as expectativas de inflação como também um componente de prêmio de risco, e isolar esse componente está longe de constituir um exercício trivial. Por isso, o acompanhamento de expectativas baseado em sondagens é valioso em qualquer circunstância,

mas é especialmente importante quando os mercados de ativos nominais ou indexados se caracterizam por volatilidade elevada e baixa liquidez, tornando maiores e menos estáveis os prêmios de risco embutidos no diferencial entre esses ativos, e menos confiáveis os métodos disponíveis para extrair desse diferencial a expectativa implícita de inflação. Em ambientes assim, é natural que o esforço mais imediato se volte para melhorar a acuidade das informações reportadas em sondagens, o que pode ser feito mediante mecanismos de incentivo reputacional como os incorporados à pesquisa da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) no Brasil (*Top 5*).

Entre as autoridades monetárias do mundo todo, o Banco Central do Brasil é reconhecido como tendo um dos acompanhamentos mais sofisticados das expectativas de inflação do setor privado. A pesquisa de expectativas de mercado, iniciada de forma simplificada em 1999, ganhou complexidade tanto pelo maior número de participantes, como pela incorporação à pesquisa de novas variáveis e procedimentos técnicos. De certa forma, a complexidade da sondagem hoje conduzida pela Gerin é consequência da maior volatilidade das variáveis macroeconômicas e expectativas no país, o que incentivou o Banco Central a aprimorar, ao longo dos anos, a qualidade da informação coletada. Dentre as inovações da pesquisa brasileira, destacam-se o processamento da informação em tempo real, com a utilização de plataforma *web* na coleta de dados, o reconhecimento da acuidade da contribuição à pesquisa por meio de incentivo reputacional e a maior democratização no acesso aos seus resultados, com sua publicação semanal.

Uma crítica recorrente à pesquisa de expectativas da Gerin diz respeito ao fato de basear-se numa amostra composta primordialmente de especialistas do setor financeiro. De fato, do universo atual de 104 informantes, 84 são instituições financeiras (52 bancos, 23 administradores de recursos e 9 corretoras e distribuidoras), 14 consultorias e 6 empresas não financeiras e entidades de classe. Embora empresas e entidades que satisfaçam determinados critérios de admissão e regularidade possam participar da pesquisa independentemente do setor a que pertençam, na prática, os participantes do setor financeiro e

consultorias, pela própria natureza de sua atividade profissional, mostram maior capacidade de resposta às mudanças da macroeconomia, o que é fundamental na captura de dados de alta frequência e/ou num ambiente de volatilidade. É interessante ressaltar que a Gerin já efetuou no passado sondagens específicas com o setor real da economia, não se verificando divergências significativas com a pesquisa de expectativas do mercado¹. Além disso, diversas empresas entrevistadas revelaram formar suas previsões com base nas expectativas das consultorias e instituições financeiras com as quais operam, o que sugere que a amostra abrangida pela pesquisa da Gerin tem um papel importante de formadora de opinião no conjunto da economia.

Outros países da América Latina que também se distinguem pelas boas práticas de monitoramento das expectativas são aqueles que adotam regimes de metas de inflação, mais especificamente o México, a Colômbia e o Chile. O Banco do México conduz, desde a segunda metade da década de 90, sua *Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado*, baseada em entrevistas com cerca de trinta analistas e consultores econômicos e publicada mensalmente, não apenas com previsões para a inflação mas também com outras variáveis econômicas como juros, câmbio, atividade econômica, salários e balanço de pagamentos. Na Colômbia, o Banco Central efetua, desde 2003, uma pesquisa mensal com cerca de 40 bancos e corretoras sobre expectativas de inflação e taxa de câmbio. Finalmente, o Banco Central do Chile efetua, desde 2002, uma pesquisa mensal de expectativas com especialistas de universidades, consultores e executivos de empresas financeiras e não financeiras.

1/ Relatório Focus “Pesquisa de Expectativas das Empresas do setor Real”, de 16 de abril de 2003, disponível em <http://www4.bcb.gov.br/gci/Focus/FocusAssunto.asp?letraInic=P&id=ativeconomica>

Anexo

Notas da 100ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 14 e 15/9/2004

Local: Sala de reuniões do 8º andar (14/9) e do 20º andar (15/9) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h30 (14/9) e 15h55 (15/9)

Horário de término: 19h (14/9) e 19h15 (15/9)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Afonso Sant’Anna Bevilaqua
Alexandre Schwartzman
Antonio Gustavo Matos do Vale
Eduardo Henrique de Mello Motta Loyo
João Antônio Fleury Teixeira
Paulo Sérgio Cavalheiro
Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 14)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
José Antônio 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 15)
Renato Jansson Rosek – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
Sergio Goldenstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Demais participantes (presentes no dia 14)

Flavio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria
Hélio Jose Ferreira - Secretário Executivo da Diretoria
João Batista do Nascimento Magalhães – Assessor Especial da Diretoria
Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

Os membros do Copom analisaram a evolução recente e as perspectivas para a economia brasileira e para a 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. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) aumentou 0,69% em agosto, ante 0,91% no mês anterior, acumulando elevação de 5,14% no período de janeiro a agosto de 2004 e de 7,18% em doze meses. A queda na variação mensal acompanhou o menor impacto das tarifas de energia elétrica e de telefonia fixa, que haviam pressionado o IPCA em julho. Adversidades meteorológicas afetaram os preços dos alimentos *in natura* capturados pelo IPCA em agosto, e os derivados da cana-de-açúcar também tiveram impacto importante, inclusive por intermédio do preço da gasolina, refletindo a parcela adicionada de álcool anidro.

2. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 1,31% em agosto, ante 1,14%

no mês anterior, totalizando variação de 9,53% nos primeiros oito meses do ano. Em agosto, a aceleração do IGP-DI decorreu tanto do comportamento dos preços no atacado, quanto dos preços ao consumidor. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC-Br) elevou-se 0,79% no mês e o Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), 1,59%, ante variações respectivas de 0,59% e 1,35% registradas em julho. O aumento dos custos da construção civil mostrou arrefecimento em agosto, tendo o Índice Nacional do Custo da Construção (INCC) registrado alta de 0,81%, ante 1,12% no mês anterior. No acumulado do ano até agosto, o IPC-Br, o IPA-DI e o INCC acumularam altas de 5,11%, 11,58% e 7,79%, respectivamente.

3. As principais contribuições individuais para a elevação mensal de 0,69% no IPCA decorreram dos aumentos dos preços do álcool combustível e da gasolina, 0,1 ponto percentual (p.p.) e 0,07 p.p., respectivamente. As despesas com alimentos, que subiram 0,85% em agosto, ante 0,67% em julho, responderam por 0,2 p.p. da variação mensal do IPCA, sobressaindo-se a elevação de 8,1% nos preços dos alimentos *in natura*. A valorização da cana-de-açúcar teve reflexo nos preços do açúcar cristal e do açúcar refinado, que registraram elevações respectivas de 5,42% e 14,67%. Contrapondo-se a essas pressões, produtos importantes da cesta básica, como o arroz, o feijão e o óleo de soja, tornaram a registrar quedas de preço em agosto.

4. O conjunto dos preços livres aumentou 0,6% em agosto, contra 0,52% no mês anterior, contribuindo com 0,43 p.p. para a variação mensal do IPCA, enquanto a elevação de 0,92% nos preços monitorados respondeu pelos 0,26 p.p. restantes. Entre os produtos com preços livres, a maior pressão adveio do grupo dos não-comercializáveis, cuja contribuição ao IPCA foi de 0,3 p.p., com destaque para alimentos *in natura* e empregado doméstico. No grupo dos comercializáveis, que contribuiu com 0,12 p.p., destacaram-se as altas nos preços do açúcar e dos automóveis, novos e usados. Em relação aos preços monitorados, além da elevação nos preços do álcool combustível e da gasolina, registraram-se ainda efeitos residuais dos aumentos nas tarifas de energia elétrica residencial, de telefonia fixa e de ônibus urbano, que haviam pressionado o IPCA em julho.

5. No atacado, a aceleração do Índice de Preços no Atacado (IPA) refletiu o movimento tanto dos preços agrícolas quanto dos preços industriais. O IPA-agrícola aumentou 0,53% em agosto, após alta de 0,26% em julho, em decorrência da elevação dos preços de legumes e frutas, da cana-de-açúcar e suínos, enquanto os produtos dos grupos *cereais e grãos* e *lavouras para exportação* continuaram apresentando quedas de preços. A variação dos preços industriais no atacado passou de 1,76% em julho para 1,98% em agosto, pela aceleração dos preços nos gêneros metalúrgica, mecânica, produtos de matéria-plástica, papel e papelão, material elétrico, madeira e borracha. Os produtos *ferro, aço e derivados*, dentro do gênero metalúrgica, com alta de 7,97% em agosto, foram os principais responsáveis pela maior variação do IPA-industrial, enquanto os produtos do gênero química, de maior peso na composição desse índice, subiram 0,83% no mês, em desaceleração ante as altas de 2,96% em julho e de 5,37% em junho.

6. O aumento dos preços industriais (exceto combustíveis) no atacado, refletido no IPA, acumula 4,97% nos três meses findos em agosto. No mesmo período, o IPCA registra elevação de apenas 1,51% nos preços dos produtos industriais (exceto combustíveis). Há, portanto, potencial significativo de impacto defasado sobre o IPCA dos próximos meses, pela perspectiva de repasse de preços industriais do atacado ao varejo.

7. O núcleo de inflação para o IPCA, calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados, foi de 0,56% em agosto, ante 0,46% em julho, acumulando 7,47% em doze meses e 5,59% nos primeiros oito meses do ano. O núcleo calculado pelo método das médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos registrou 0,55% em agosto, o mesmo resultado de julho, totalizando 8,01% nos últimos doze meses e 4,93% no ano. A mesma medida para o núcleo, calculada sem o procedimento de suavização, recuou de 0,59% em julho para 0,53% em agosto, acumulando 5,95% em doze meses e 4,11% no ano.

8. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, mostrou variação de 0,42% em

agosto, ante 0,36% em julho, totalizando alta de 6,18% nos últimos doze meses e 4,09% no ano.

9. Em setembro, os índices de preços ao consumidor devem registrar variações inferiores às de agosto, principalmente pela redução dos impactos dos reajustes de preços monitorados observados nos últimos meses, e pelo arrefecimento dos preços dos produtos *in natura*, cuja contribuição para os índices de preços vem sendo significativa. Persiste, todavia, a tensão decorrente do distanciamento da evolução de preços dos produtos industriais nos segmentos atacadista e varejista. No mesmo sentido, permanece indefinido o cenário internacional dos preços de petróleo, representando risco para a trajetória dos preços domésticos.

Avaliação Prospectiva das Tendências da Inflação

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

a) a projeção para o reajuste total nos preços da gasolina ao longo de 2004 foi mantida em 9,5%. No caso do reajuste de gás de botijão, as projeções foram revistas para baixo em 0,6 p.p., estando agora em 6,2% no acumulado para 2004;

b) quanto às tarifas de energia elétrica residencial, o Copom fez uma pequena alteração em suas projeção para 2004, que passou de 11,6% na reunião de agosto para 11,5% atualmente. Em relação às tarifas de telefonia fixa, a projeção foi revista para cima, passando de 12,8% para 13,9%, para o ano de 2004 como um todo;

c) para o conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados, com peso total de 28,95% no IPCA de agosto, projeta-se aumento de 8,5% ao longo de 2004, 0,2 p.p. maior do que o projetado na reunião anterior;

d) a projeção dos reajustes de todos os itens administrados por contrato e monitorados para 2005, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, foi elevada em 0,6 p.p. em relação à da reunião de agosto, estando agora em 6,9%. Esse modelo considera componentes sazonais,

variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a projeção para o *spread* da taxa de seis meses sobre a Selic, seguindo especificação de um modelo VAR que utiliza Selic e *swap* de 180 dias em níveis, a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de 93 p.b. no terceiro trimestre de 2004 e alcança 63 p.b. no quarto trimestre de 2005.

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 de referência, que incluem a manutenção da taxa de juros em 16% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$ 2,90), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima da meta de 5,5% para 2004 e acima da meta de 4,5% para 2005. Igualmente, no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos agentes do mercado na véspera da reunião do Copom, de acordo com os dados da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin), as projeções encontram-se acima da meta para o ano corrente e acima da meta para o próximo ano.

Implementação da Política Monetária

13. O recuo da inflação medida pelo IPCA, de 0,91% em julho para 0,69% em agosto, resultou do arrefecimento da pressão dos preços monitorados, enquanto a inflação dos preços livres sofreu aceleração, devido primordialmente à alta dos preços dos alimentos *in natura*. Durante o ano corrente, a inflação mensal dos preços livres ficou abaixo de 0,50% apenas em abril, apresentado uma média de 0,60%, exatamente igual à taxa de agosto, excedendo de forma sistemática, portanto, patamares compatíveis com as metas de inflação estabelecidas para este e para os próximos anos. No acumulado de 12 meses, observa-se, desde maio, tendência de aceleração tanto no IPCA quanto em seus componentes, classificados em

comercializáveis, não-comercializáveis e monitorados. A inflação no atacado, medida pelo IPA-DI, havia apresentado alguma desaceleração em meses anteriores, mas voltou a subir, passando de 1,35% em julho para 1,59% em agosto. Em particular, em linha com o ocorrido no passado, a aceleração recente dos preços industriais no atacado deverá ter impacto, ao longo dos próximos meses, sobre os itens correlatos nos índices de preços no varejo. A intensidade desse repasse dependerá, evidentemente, das condições vigentes de demanda final com que se depararão os setores envolvidos.

14. Os núcleos de inflação do IPCA permanecem relativamente estabilizados, mas em níveis elevados. No trimestre de junho a agosto, o núcleo por exclusão de alimentos e de preços administrados acumulou variação equivalente a uma taxa anualizada de 6,4%, bastante inferior à do IPCA cheio (9,6% na mesma medida), divergência que reflete a contribuição preponderante dos preços administrados e dos alimentos para a inflação do período. Ainda assim, a despeito de excluir justamente os focos mais notórios de pressão sobre os preços no varejo nesses três meses, essa variação é indicativa de uma tendência subjacente incompatível com a trajetória das metas para a inflação. No acumulado do ano até agosto, o núcleo por exclusão ainda permanece acima da inflação plena medida pelo IPCA. Os núcleos calculados pelo método de médias aparadas também registram patamares elevados, com taxas anualizadas de 6,6% no caso do núcleo sem suavização e de 7% com suavização, no trimestre de junho a agosto, e taxas anualizadas de 6,2% e 7,5%, respectivamente, no acumulado dos oito primeiros meses de 2004.

15. Os dados divulgados entre as reuniões do Copom de agosto e de setembro indicaram continuidade do forte crescimento do nível de atividade. O PIB, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), cresceu 4,2% no primeiro semestre em relação ao mesmo período do ano anterior, com destaque para a indústria de transformação (7,3%) e para o comércio (7,6%). Segundo a série dessazonalizada, o PIB completou em junho o terceiro trimestre consecutivo de crescimento a taxas anualizadas superiores a 6%. Na indústria, em julho, a produção medida pela série dessazonalizada do IBGE continuou em sua trajetória

ascendente, com crescimento de 0,5% em relação a junho e de 1,1% na média móvel trimestral. A série dessazonalizada da produção industrial mostra crescimento sem interrupção desde fevereiro, tendo ultrapassado desde maio seu nível recorde anterior, e continuado a exibir, mesmo a partir de patamares elevados como esses, crescimento vigoroso em junho e em julho. No trimestre terminado em julho, verificou-se expansão de 3,8% em relação ao trimestre terminado em abril.

16. O mercado de trabalho continuou a responder à retomada da atividade. Segundo o IBGE, a taxa de desemprego recuou novamente em julho, pelo terceiro mês consecutivo, agora para 11,2%, retornando desde já, a despeito da sazonalidade desfavorável, aos níveis alcançados em dezembro passado, consideravelmente inferiores aos 12,8% registrados em julho de 2003. O pessoal ocupado segue na tendência ascendente observada desde janeiro, com crescimento dessazonalizado de 0,9% em julho. Os dados do emprego formal apurados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) também indicam continuidade da trajetória ascendente, com criação de 1.236.689 vagas entre janeiro e julho de 2004, contra 598.140 e 741.977 em períodos correspondentes de 2003 e 2002. A expansão do emprego formal foi de 4,1% nesses sete primeiros meses do ano, e de 0,8% no mês de julho.

17. Dados da Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE permitem inferir que, nas regiões metropolitanas cobertas pela pesquisa, a tendência ascendente da massa salarial real, iniciada em janeiro último, acelerou-se em junho e julho. O rendimento real médio apresenta crescimento mais modesto, refletindo aumento da ocupação de postos cujos salários são relativamente mais baixos. As negociações salariais do primeiro semestre tiveram resultados bastante favoráveis à recuperação da renda do trabalho, na medida em que, segundo o Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Sócio-Econômicos (Dieese), 47% delas conquistaram reajustes superiores à inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), e outros 32% tiveram reajustes iguais ao INPC acumulado. Recorde-se que, mesmo com reajuste apenas igual ao INPC acumulado, a média do rendimento real entre dissídios tenderá a aumentar desde que a inflação futura seja menor do que a passada, e, com uma queda

suficientemente marcada da inflação, a média do rendimento real entre dissídios pode aumentar mesmo que o pico salarial anterior não tenha sido plenamente recomposto. O prognóstico corrente é de que as negociações do segundo semestre também favorecerão de forma significativa a recuperação da renda do trabalho.

18. Esse aumento real da renda do trabalho, tanto o já ocorrido quanto o prognosticado para os meses vindouros, representa importante força de sustentação para o incremento da demanda em termos agregados, e é crucial também para que o processo de retomada prossiga de forma cada vez mais disseminada e balanceada entre diferentes setores da economia. Conforme destacado nas Notas da reunião de julho do Copom, itens cujas vendas são menos sensíveis ao crédito e mais dependentes da renda já vem mostrando tendência de aceleração do crescimento, refletindo a recuperação já observada no mercado de trabalho. O desempenho negativo exibido em julho pela produção de semiduráveis e não-duráveis, com queda dessazonalizada de 1% em relação a junho segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, não parece indicar interrupção dessa tendência. Em particular, o resultado do mês reflete um forte desempenho negativo de produtos farmacêuticos, que não cabe atribuir à dinâmica da renda do trabalho, a que se contrapõem resultados positivos espalhados por diversas atividades mais dependentes da renda.

19. Com a produção industrial continuando a crescer a partir de patamares já elevados historicamente, um foco importante de preocupação da política monetária passa a ser a capacidade do setor produtivo de acomodar o prosseguimento da expansão da demanda. A Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação realizada pela FGV já indicava que, em julho, a indústria trabalhava com níveis relativamente reduzidos de ociosidade, sendo que em alguns setores a utilização da capacidade instalada estava bem próxima à máxima histórica. Essa informação foi corroborada por dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), segundo os quais o nível de utilização da capacidade instalada da indústria alcançou 82,8% em julho em termos dessazonalizados, recorde da série histórica. É importante esclarecer que, à medida que a capacidade

ociosa vai se reduzindo, essa redução se reflete gradualmente na dinâmica dos preços, pois, mesmo quando a produção ainda está aquém do limite físico último e intransponível das instalações existentes, já começa a aumentar o custo unitário das partidas adicionais que se pretendam fabricar. Medidas emergenciais, como turnos múltiplos de produção ou importações que não seriam competitivas em condições normais de mercado, podem ser capazes de evitar o desabastecimento, mas não mitigam as pressões de custos inerentes a um nível de ocupação progressivamente mais elevado.

20. À medida que vai ficando para trás o impulso direto do relaxamento da política monetária, que age por intermédio das condições de crédito, e que o processo de retomada passa a sustentar-se cada vez mais em seus mecanismos de autopropagação, inclusive nos que envolvem o mercado de trabalho, é natural e saudável que, na margem, as taxas de crescimento da produção e das vendas mostrem uma certa desaceleração. É ainda mais natural e saudável que tal desaceleração aconteça quando se leva em conta que o crescimento dos últimos meses vem se dando, em média, a taxas atipicamente elevadas mesmo para etapas iniciais de um processo de retomada, e que o nível de produção agregado da indústria já alcançou e superou com folga os picos prévios da série histórica. Embora as taxas de crescimento da indústria na série dessazonalizada tenham declinado substancialmente entre maio e junho, e um pouco entre junho e julho, mesmo essa última (0,5% no mês) ainda reflete um ritmo de crescimento bastante intenso.

21. Uns poucos indicadores recentes vêm sendo interpretados como sinais de que uma desaceleração mais pronunciada já se inicia de forma espontânea, em que pesem as dificuldades sempre envolvidas em identificar de imediato pontos de mudança de tendência em séries normalmente voláteis como as que medem o nível de atividade. As vendas industriais sofreram em julho recuo de 0,4%, segundo dados dessazonalizados da CNI, mas para esse resultado contribuiu o impacto pontual da apreciação do câmbio sobre o valor em reais das receitas de exportação. A expedição de papelão ondulado apresentou queda de 4,2% em agosto, segundo dados da Associação Brasileira do Papelão Ondulado (ABPO)

dessazonalizados pelo Banco Central, porém essa queda deve ser interpretada com cautela como indicador coincidente da produção industrial, pois se segue ao aumento extraordinário de 5,1% registrado no mês anterior, ao mesmo tempo em que continuam em expansão outros indicadores coincidentes para agosto, como a produção de autoveículos e a produção de aço. Embora seja plausível que alguma acomodação espontânea esteja de fato em curso ou a caminho, não há elementos que indiquem de antemão uma tendência de acomodação suficientemente intensa para afastar preocupações com o perigo de descompasso entre a demanda e a oferta, e seus reflexos sobre a dinâmica dos preços, dado o patamar de produção já alcançado.

22. Em contrapartida, dados recentes têm sugerido que o processo de retomada dos investimentos está progredindo de forma encorajadora. De acordo com as contas nacionais apuradas pelo IBGE, a formação bruta de capital fixo cresceu 11,8% entre o segundo trimestre de 2003 e o segundo trimestre de 2004, desempenho superior ao dos quatro primeiros trimestres de cada uma das três retomadas anteriores, observadas nos últimos dez anos. Já a absorção doméstica de bens de capital (produção de bens de capital, mais importação, menos exportação) cresceu 27,2% entre junho de 2003 e julho de 2004, desempenho também superior ao dos treze primeiros meses de cada uma das três retomadas anteriores. A série histórica de formação bruta de capital fixo mostra, como é natural, correlação elevada com os índices de utilização da capacidade instalada e, com defasagem um pouco maior, com o risco-Brasil. O comportamento desses indicadores antecedentes sugere que há espaço para ampliação nos próximos meses do nível de investimentos, além da já refletida nas contas nacionais até o segundo trimestre de 2004. Assim, embora o desempenho dos investimentos esteja se mostrando particularmente promissor desde o início do atual ciclo de crescimento, o ritmo de retomada do produto efetivo também tem sido mais intenso do que a norma, o que deixa margem, neste estágio preliminar do ciclo, para as incertezas mencionadas em Notas anteriores sobre a velocidade de preenchimento do hiato do produto.

23. Nas transações com o exterior, as exportações expandiram-se 34,8% no período janeiro-agosto, em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto

as importações também apresentaram forte crescimento, de 29,6%. O saldo da balança comercial somou US\$ 22 bilhões e o saldo em transações correntes, US\$ 8 bilhões. No período janeiro-junho, o *quantum* das exportações de manufaturados cresceu 25,9%. Já nos produtos básicos, o aumento de 17,3% no *quantum* de exportações foi acompanhado de aumento de 23,1% nos preços. No lado das importações, o *quantum* cresceu 24,8% no caso de bens de consumo duráveis, e 21,5% no de matérias-primas e bens intermediários, indicando resposta à forte demanda doméstica.

24. Com dados recentes que indicam crescimento mais lento da economia e inflação estável nos Estados Unidos da América (EUA), parece ter ficado afastado o espectro de uma elevação rápida dos juros pelo *Federal Reserve* (Fed). Os mercados financeiros internacionais se acomodaram, não se repetindo as turbulências observadas no segundo trimestre. Esse ambiente favorável, ao permitir que as necessidades de financiamento externo sejam atendidas sem qualquer dificuldade, refletiu-se na redução do prêmio de risco-Brasil e na apreciação da taxa de câmbio. Assim, a taxa média de câmbio em relação ao dólar vem recuando do nível próximo a R\$3,00 em agosto para valores próximos a R\$2,90 nos dez primeiros dias de setembro.

25. Os preços internacionais do petróleo, por outro lado, continuam sendo fonte de preocupação. Embora tenham recuado dos recordes de alta verificados em agosto, os preços do petróleo permanecem em níveis elevados e muito sensíveis a qualquer ameaça à capacidade de fornecimento dos grandes produtores. Ressalte-se que a defasagem corrente do preço doméstico da gasolina, que se reaproximou do reajuste que completaria a projeção de 9,5% mantida pelo Copom para o ano de 2004, está sendo temporariamente mitigada por um descolamento atípico dos preços internacionais da gasolina em relação aos preços do petróleo bruto. Ressalte-se também que, conforme mencionado nas Notas da reunião de agosto do Copom, o risco inflacionário associado ao petróleo se estende além da questão do preço doméstico da gasolina, pelo seu impacto sobre outros produtos cujas cadeias produtivas sejam mais intensivas em petróleo.

26. As expectativas de inflação coletadas pela Gerin sofreram nova deterioração desde a última reunião do

Copom. Para o IPCA de 2004, a mediana das expectativas continuou em tendência de elevação, passando de 7,18% às vésperas da reunião de agosto para 7,37% agora. No tocante às expectativas para o IPCA de 2005, a deterioração que já afetava a média e o desvio padrão da distribuição de projeções afinal sensibilizou a mediana, que subiu de 5,50% para 5,70%. Para um horizonte móvel de doze meses, as expectativas caíram de 6,22% em agosto para 6,19% em setembro, por força do efeito da virada do mês, em que o horizonte de projeção exclui a inflação relativamente alta do mês corrente por uma taxa mais baixa esperada para doze meses adiante. Embora a deterioração de expectativas tenha sido deflagrada pela desvalorização cambial do segundo trimestre, e alimentada por temores em relação ao preço do petróleo, a reversão desse movimento, dada a apreciação recente do câmbio, e na eventualidade de um cenário mais benigno para o petróleo, dependerá também da importância atribuída pelos agentes privados a outros determinantes da dinâmica dos preços, inclusive fatores ligados à demanda doméstica, e dos próprios resultados da inflação ao longo dos próximos meses.

27. As projeções do Copom para a inflação de 2004 não se alteraram substancialmente desde a reunião anterior, quer no cenário de referência, quer no de mercado, permanecendo em ambos os casos acima da meta de 5,5% estabelecida para o ano. Já para 2005, as projeções do cenário de referência, que supõe a manutenção da taxa Selic em 16% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,90 ao longo do horizonte de projeção, já apontavam para uma inflação superior à meta de 4,5% na reunião anterior, e foram revistas para cima, primordialmente pela incorporação de um aumento maior previsto para os preços administrados no próximo ano, de 6,9% ao invés de 6,3%. As projeções baseadas no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias de câmbio e de taxa Selic esperadas pelo mercado na véspera da reunião do Copom, situam-se acima das projeções do cenário de referência – portanto acima das metas de inflação –, pois pressupõem uma pequena redução da taxa de juros básica em 2005 e aumento da taxa de câmbio ao longo do horizonte de projeção.

28. O fato de que os diversos índices de inflação superaram em 2004 a meta central de 5,5% estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o IPCA terá implicações, por intermédio de mecanismos de inércia inflacionária, sobre a inflação de 2005. A inércia atinge

tanto os preços administrados, por força de cláusulas contratuais de reajuste de tarifas, quanto os preços livres, cuja formação responde em parte às expectativas de inflação futura mas também à inflação observada no passado. Estimativas do Copom indicam que a inércia inflacionária teria, na ausência de reação da política monetária, um impacto de 0,9 p.p. sobre a inflação do IPCA em 2005. O Copom entende que a flexibilidade inerente ao regime de metas para a inflação permite que a inércia inflacionária não seja integralmente combatida em um só ano, de forma a promover uma transição mais suave para as metas de inflação de médio prazo. À semelhança de estratégia que já adotou no passado, o Comitê entende ser recomendável combater em 2005 1/3 dessa inércia, acomodando temporariamente os 2/3 remanescentes. Essa decisão significa que os instrumentos de política monetária deverão ser calibrados de modo a perseguir em 2005 uma inflação de 5,1%, correspondente à meta central de 4,5% fixada pelo CMN, acrescida de 0,6% a título de acomodação parcial da inércia inflacionária herdada de 2004.

29. Embora o método empregado pelo Copom para estimar a inércia inflacionária seja muito semelhante ao que foi utilizado no passado para o cálculo do componente inercial das metas ajustadas de inflação, o Comitê entende que as circunstâncias atuais não recomendam que se reproduza integralmente o procedimento das metas ajustadas. Em particular, o sistema de metas ajustadas permitia, além da decisão antecipada de acomodar parte da inércia herdada do ano anterior, novos ajustamentos ao longo do próprio ano ao qual a meta dizia respeito, pela incorporação do efeito primário de determinados choques. O quadro de maior estabilidade que o país vive agora possibilita, no entendimento do Copom, que a condução da política monetária se guie ao longo de 2005 por um objetivo predeterminado para a inflação, que se restrinja a crescer à meta central fixada pelo CMN o componente de acomodação parcial da inércia inflacionária. A fixação de tal objetivo neste momento deve-se ao fato de que a política monetária atua com defasagens temporais sobre a atividade e sobre a inflação e, por isso, é necessário calibrá-la com a devida antecipação de forma a obter os efeitos desejados.

30. É importante sublinhar que o Copom interpreta o objetivo de 5,1% para a inflação de 2005 como exercício judicioso da flexibilidade proporcionada pelo intervalo de

tolerância estabelecido pelo CMN em torno de sua meta central para a inflação, intervalo esse que permanece inalterado. O fato de que a política monetária passará a objetivar uma inflação já superior à meta central antes mesmo que se inicie seu período de aferição sugere que novos choques que venham a perturbar a dinâmica inflacionária sejam tratados de forma assimétrica. Assim, o Copom precisará ser ainda menos tolerante em relação a choques que ameacem tornar a inflação maior do que o seu objetivo de 5,1% em 2005, tirando ao mesmo tempo proveito máximo de eventuais choques favoráveis como oportunidade para reaproximar a inflação da trajetória de metas estipulada pelo CMN.

31. Os membros do Copom concordaram que, mantendo-se inalterada a postura da política monetária, a forte expansão da atividade econômica não apresenta sinais de estar em processo espontâneo de acomodação para um ritmo de preenchimento do hiato do produto compatível com a convergência da inflação para sua trajetória de metas. As projeções de inflação do Comitê indicam risco em elevação de que a inflação continue se afastando dessa trajetória. Em particular, essas projeções já apontam para inflação acima dos 5,1% adotados como objetivo para 2005, sob a hipótese de que os juros básicos se mantivessem constantes em 16% ao longo do horizonte de projeção. A tendência subjacente da inflação, capturada pelas diversas medidas de núcleo, encontra-se relativamente estacionada em patamares incompatíveis com a trajetória das metas. Riscos adicionais à dinâmica dos preços são representados pela tendência de deterioração das expectativas de inflação dos agentes privados, pela situação ainda bastante indefinida no mercado internacional de petróleo, e pela pressão potencial da aceleração dos preços industriais no atacado sobre os preços no varejo, em um ambiente capaz de acomodar recomposições de margem de lucro, inclusive as requeridas por reajustes salariais que tendam a elevar o rendimento real médio entre dissídios.

32. Essas considerações levaram os membros do Copom a concluir consensualmente que seria necessário dar início a um processo de ajuste moderado do instrumento de política monetária. Como existem defasagens entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre a economia, bancos centrais devem necessariamente atuar de forma preventiva, antes que os dados contemporâneos

permitam identificar sinais de descontrole inflacionário ou de pressões excessivas de demanda. Na verdade, ao considerar o cenário prospectivo para a evolução da economia ao longo de um horizonte de tempo mais longo, a atuação da política monetária busca exatamente evitar que tais sinais possam se consolidar. Se os dados correntes já permitissem identificar sinais de descontrole inflacionário ou de pressões excessivas de demanda, o ajuste na política monetária não poderia ser feito nas bases que estão sendo consideradas pelo Comitê.

33. Esse ajuste moderado terá como objetivo promover a convergência da inflação para a trajetória de metas, já incorporado o objetivo de uma variação de 5,1% no IPCA em 2005. Ao compatibilizar o ritmo de preenchimento do hiato do produto no curto e médio prazos com a trajetória de metas para a inflação, esse ajuste evitará que medidas mais drásticas venham a ser necessárias no futuro para desinflacionar a economia, cujos danos ao ciclo de crescimento poderiam ser grandes. Além disso, evitar que a inflação possa vir a se acelerar é crucial para que tenha prosseguimento de forma saudável e balanceada o processo de retomada da atividade iniciado em 2003, pela preservação das forças que darão sustentação aos componentes da demanda doméstica mais dependentes da renda do trabalho. Nesse sentido, o ajuste da política monetária tem como objetivo último oferecer condições de sustentabilidade de longo prazo ao processo de crescimento da economia brasileira.

34. Foi também consensual entre os membros do Copom que, à luz do cenário considerado neste momento, esse ajuste moderado deveria ser implementado de forma gradual, diferentemente do tratamento de choque recomendável em episódios de crise como os vividos pelo Brasil em anos anteriores. Cinco membros do Comitê concluíram que um aumento de 0,25 p.p. na taxa Selic seria adequado para dar início a esse processo de ajuste, de modo a tornar o mais suave possível a inflexão da trajetória da taxa básica e minimizar o risco de turbulências ao seu primeiro impacto. Os três membros restantes votaram por um aumento de 0,5 p.p., que em sua avaliação proporcionaria uma sinalização mais condizente com a magnitude do movimento total capaz de promover a convergência da inflação para a trajetória de metas, e

corresponderia melhor à velocidade ótima de implementação desse processo de ajuste.

35. Diante disso, o Copom decidiu, por 5 votos a 3, aumentar a meta para a taxa Selic para 16,25% a.a., sem viés.

36. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 19 de outubro de 2004 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 11.516, de 15.10.2003.

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Atividade econômica

37. A atividade do comércio varejista manteve, em junho, sua tendência de crescimento, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, de abrangência nacional. O volume de vendas e a receita nominal aumentaram 12,8% e 15,6%, respectivamente, com relação ao verificado em junho de 2003. No primeiro semestre de 2004, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, as taxas de expansão do setor atingiram 9,3% e 10,9%, respectivamente para o volume de vendas e para a receita nominal. Destaque-se que, mantida a base de comparação, o crescimento do volume de vendas foi generalizado, atingindo todos os estados da Federação, à exceção de Roraima. Todos os grupos de atividades que compõem o varejo mostraram expansão anual em junho, continuando em destaque o desempenho de Móveis e Eletrodomésticos, com taxas de crescimento bem superiores às do agregado.

38. Dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) referentes a agosto revelaram expansão de 3,1% nas consultas para compras a crédito e recuo de 0,6% no sistema Usecheque, em comparação com os valores observados no mês anterior, após ajuste sazonal. No ano, até agosto, esses mesmos indicadores apontam acréscimos respectivos de 7,6% e 1,5%.

39. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registrou, em setembro, crescimento de 6,2% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC), que atingiu 128,8 pontos em escala que vai de 0 a 200, como resultado

dos acréscimos de 8,6% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) e de 1% no Índice das Condições Econômicas Atuais (ICEA).

40. Em relação aos investimentos, os indicadores referentes a julho mostraram desaceleração, sem caracterizar, contudo, alteração da tendência expansionista. A absorção doméstica de bens de capital registrou recuo de 0,5% no mês, em relação ao mês anterior, após ajuste sazonal, como resultado da redução, no período, de 1,1% na produção interna e dos aumentos de 1% e 1,1%, respectivamente, das exportações e importações. Apesar desse discreto recuo, a absorção de bens de capital acumulou, nos sete primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2003, crescimento de 12,8%, resultante das variações, na mesma base de comparação, de 24,9% na produção e de 7,9% na importação de bens de capital, que mais que compensaram a expansão de 54,5% das exportações desses bens. Em julho, a produção de insumos da construção civil registrou crescimento pelo quinto mês consecutivo, com acréscimo dessazonalizado de 1,6% ante a produção observada no mês anterior. Nos sete primeiros meses do ano, esse indicador mostrou expansão de 4,6% em relação a igual período de 2003. Outro indicador que ratifica a recuperação dos investimentos é o volume de desembolsos do sistema Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES), que aumentou 43% no período de janeiro a agosto de 2004, em relação ao observado em igual período do ano passado. Os desembolsos para infra-estrutura cresceram 67,8% no mesmo período, passando a representar cerca de 39% do total. Para o setor industrial, houve acréscimo de 30,1% e, para o setor agropecuário, o incremento atingiu 65,7%.

41. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção industrial brasileira registrou expansão mensal de 0,5% em julho, na série dessazonalizada, atingindo novo nível recorde na série histórica, após cinco meses consecutivos em crescimento. A análise por atividades revelou que, dos 23 setores pesquisados que têm séries mensais sazonalmente ajustadas, 16 apresentaram crescimento, e que houve expansão em duas das quatro categorias de uso. A produção de bens intermediários aumentou 2,3%, retomando a tendência de expansão interrompida no mês anterior. No período de janeiro a julho, a produção industrial aumentou 7,8%,

comparativamente à do mesmo período de 2003, com expansão produtiva em 22 dos 26 setores pesquisados e em todas as categorias de uso, com destaque para os acréscimos de 24,9% no segmento produtor de bens de capital e de 24,5% no de bens de consumo duráveis. A produção de bens intermediários cresceu 6,7%, acompanhando os acréscimos nas exportações e nos investimentos, e a de bens de consumo semi e não-duráveis elevou-se 2% no mesmo período, refletindo a recomposição gradual da renda do trabalho.

42. As estatísticas da CNI sobre o desempenho da indústria de transformação revelaram que suas vendas reais tiveram recuo dessazonalizado de 0,4% em julho, na comparação com junho, e incremento de 1,9% nas horas trabalhadas na produção. Na comparação com os índices referentes ao mesmo mês de 2003, observaram-se acréscimos de 19,5% nas vendas reais e de 7,6% nas horas trabalhadas. O nível de utilização da capacidade instalada atingiu 82,8% em julho, nível recorde na série histórica, com aumento mensal de 0,3% na série ajustada sazonalmente, e de 2,3% no período de janeiro a julho, relativamente ao nível verificado no mesmo período de 2003.

43. Indicadores relacionados à produção fabril, referentes ao mês de agosto último, sinalizam que o nível da atividade manteve-se em tendência de crescimento. No segmento automobilístico, a produção de 198 mil unidades representou aumento de 3,4%, comparativamente à verificada no mês anterior, na série dessazonalizada, e elevação de 47% em relação à quantidade produzida em agosto de 2003. Em 2004, até agosto, a produção de veículos cresceu 21,3%, as vendas internas, 22,1%, e as exportações, 17,4%, em relação aos valores observados em idêntico período do ano passado. A produção de aço, em agosto, também mostrou variação mensal positiva, ainda que discreta, de 0,3% em termos dessazonalizados. Em sentido contrário, a produção de papel ondulado, após registrar forte expansão em julho, de 5,1% com ajuste sazonal, recuou 4,2% em agosto, acumulando, no ano, crescimento de 13,9%.

Mercado de trabalho

44. O nível de emprego formal aumentou 0,8% em julho, ante junho, com ajuste sazonal, e 5,5% comparativamente ao de julho de 2003, de acordo

com informações do MTE. No período de janeiro a julho, a expansão do emprego formal foi de 4,1%. Destaque-se que os dados do MTE continuam apontando expansão mais intensa do emprego no interior do país do que nas regiões metropolitanas.

45. Segundo a PME, a taxa de desocupação da População Economicamente Ativa (PEA), medida pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, recuou pelo terceiro mês consecutivo em julho, situando-se em 11,2%, após o pico de 13,1% em abril. O número de pessoas ocupadas aumentou 0,9% em julho e 2,6% no ano, até julho, enquanto o número de trabalhadores desocupados recuou 4,1% no mês. A PEA estimada para essas regiões atingiu 21,5 milhões de pessoas, com aumento mensal de 0,3% e de 2,3% no ano, até julho.

46. No setor industrial, segundo os índices da CNI com ajuste sazonal, o pessoal empregado aumentou 1% e a massa salarial real ficou praticamente estável em julho, com ligeiro recuo de 0,1%, ambos em relação aos dados do mês anterior. No período de janeiro a julho, em relação ao observado no mesmo período do ano anterior, a massa salarial real cresceu 7,9% e o pessoal empregado, 1,6%.

47. Segundo informações do Dieese, no primeiro semestre de 2004 foram realizadas 262 negociações salariais em todo o país, tendo sido obtidos os melhores resultados para os trabalhadores desde 1996. Em cerca de 47% das negociações, registrou-se reajustes salariais em níveis superiores à variação do INPC e, em 32% das negociações, os reajustes acompanharam o índice. Houve ainda sensível redução na proporção de reajustes parcelados, 10% do total em 2004, ante 30% em 2003.

Crédito e inadimplência

48. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres cresceu 1,6% em agosto. O saldo das carteiras destinadas a pessoas jurídicas com recursos domésticos cresceu 3,2%, e com recursos externos recuou 2,9%. Nas operações com pessoas físicas, observou-se acréscimo de 2,6%, acumulando variação de 24,6% em doze meses.

49. A taxa média de juros incidente sobre as operações de crédito com recursos livres manteve-se estável em

agosto, situando-se em 43,9% a.a. O resultado decorreu da elevação de 1,1 p.p. na taxa média das operações com pessoas físicas, para 63,1% a.a., apesar da queda de 0,9 p.p. na taxa média das operações com pessoas jurídicas, que se situou em 28,8% a.a.

50. Em relação à inadimplência no comércio, a taxa líquida calculada pela ACSP subiu para 3,9% em agosto, após ter atingido 3,3% em julho, o nível mais baixo do ano. Na média do ano, até agosto, observou-se recuo de 10,9% em relação ao patamar verificado no mesmo período de 2003. No acumulado do ano até agosto, o número de registros cancelados e o de novos negativos elevaram-se 10,3% e 6,2%, respectivamente. A proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos, em relação ao total de cheques compensados no país, manteve-se em 5,1% em julho, o patamar mais baixo do ano.

Ambiente externo

51. Os indicadores recentemente divulgados sugerem fortalecimento da atividade econômica mundial no terceiro trimestre, após certa desaceleração no trimestre anterior. Em julho, nos EUA, na comparação com o mês anterior, houve crescimento das vendas no atacado, nos gastos com construção, na utilização da capacidade instalada e, em agosto, registrou-se expansão da produção industrial e retração das vendas no varejo. A taxa de desemprego recuou em agosto, confirmando um quadro econômico positivo da economia americana. Na Alemanha, a produção industrial e as encomendas à indústria manufatureira aumentaram em julho, após recuos no mês anterior. No Japão, o gasto com bens de capital pelas indústrias aumentou no segundo trimestre, enquanto na China, a despeito das medidas de contenção do crescimento, a produção industrial elevou-se novamente em agosto.

52. Relativamente ao comércio internacional, há sinais de crescimento significativo. No Japão, as exportações aumentaram 14,8% em julho, a segunda maior taxa desde 1985, reforçando a expansão do superávit comercial para US\$42,7 bilhões no ano, até julho, ante US\$38,1 bilhões no mesmo período de 2003. Na Alemanha, também foi registrado incremento das exportações em julho. Na China, em agosto, o comércio exterior mostrou superávit pelo quarto mês consecutivo,

cerca de 40% superior ao do mesmo mês do ano anterior. Nos EUA, o déficit comercial reduziu-se em julho, para US\$50,2 bilhões, enquanto no Reino Unido, ao contrário, o déficit na balança de bens e serviços ampliou-se no mesmo mês.

53. Com relação às expectativas empresariais, houve recuo generalizado nas principais economias em agosto mas, nos EUA, em particular, os patamares continuam elevados, refletindo expansão da economia. Quanto à confiança dos consumidores, o comportamento continuou diferenciado, com expansão no Japão, recuo nos EUA e estabilização na Área do Euro.

54. Os índices de preços ao consumidor, de uma maneira geral, apresentaram recuo nas principais economias no mês de julho, diminuindo os riscos de aceleração inflacionária. Nos EUA, na Área do Euro e no Reino Unido, os respectivos índices de preços ao consumidor indicaram variação negativa em julho, enquanto na China, apesar da elevação da variação mensal em agosto, a variação acumulada em doze meses permaneceu no mesmo patamar, 5,3%. Quanto aos preços no atacado, nos EUA, houve recuo em agosto, refletindo retração nos preços da gasolina, alimentação e automóveis. O núcleo do índice, que exclui preços da energia e dos alimentos, recuou 0,1%, situando-se em território negativo pela primeira vez em seis meses. Já na China, houve em agosto aumento na inflação no atacado.

55. O Banco da Inglaterra optou, em setembro, por manter inalterada a sua taxa de juros, em 4,75% a.a. Nos EUA, na reunião de agosto, o Fed elevou em 25 p.b. a taxa dos *fed funds*, para 1,5% a.a.

56. Nos mercados financeiros internacionais, observou-se redução da volatilidade e valorização dos ativos de mercados emergentes, ante o quadro de crescimento controlado que reforça as expectativas de elevação gradual das taxas de juros nos EUA. No mercado de *commodities*, observou-se ligeira retração nas cotações dos produtos agrícolas, que ainda permaneceram em patamar elevado, e nova elevação dos preços dos metais. O petróleo registrou queda de preços nas últimas semanas, mas o mercado permaneceu volátil e sem tendência definida, ainda representando um risco à estabilidade de preços e ao crescimento econômico mundial.

Comércio exterior e alguns resultados do balanço de pagamentos

57. A balança comercial registrou superávit de US\$3,4 bilhões em agosto, enquanto a corrente de comércio atingiu US\$14,7 bilhões. As exportações cresceram 35% e as importações, 43,9%, comparativamente às médias diárias verificadas no mesmo mês de 2003. Em setembro, até a segunda semana (7 dias úteis), o comércio exterior brasileiro continuou em ascensão: o saldo comercial totalizou US\$1,2 bilhão, enquanto as exportações cresceram 30,6% e as importações, 24,6%, comparativamente às médias observadas em setembro de 2003.

58. Em agosto, as exportações totalizaram US\$9,1 bilhões. Os embarques de produtos básicos, manufaturados e semimanufaturados apresentaram recordes históricos para o mês de agosto. As importações atingiram US\$5,6 bilhões, o maior valor para o ano, confirmando a tendência observada a partir do último quadrimestre de 2003. Todas as categorias de produtos importados registraram crescimento, na comparação com os valores de agosto de 2003.

59. As transações correntes do balanço de pagamentos registraram superávit de US\$1,8 bilhão em agosto, acumulando resultado positivo de US\$8 bilhões no ano. No acumulado do ano até agosto, a balança comercial apresentou superávit de US\$22 bilhões e as transferências unilaterais correntes, resultado positivo de US\$2,2 bilhões, enquanto a conta de serviços e rendas registrou déficit de US\$16,1 bilhões. Em agosto, o ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos somou US\$6,1 bilhões, acumulando US\$11,7 bilhões no ano. Ainda no acumulado do ano, as taxas de rolagem de empréstimos diretos e de títulos privados atingiram 109% e 50%, respectivamente. Ao final de agosto, as reservas, no conceito de liquidez internacional, situaram-se em US\$49,6 bilhões, e as reservas líquidas ajustadas, constantes do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), em US\$22,6 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

60. No período posterior à reunião do Copom de agosto, as taxas de juros futuros apresentaram

elevação para prazos de até dois anos, e pequena redução para prazos mais longos. O principal condicionante desse movimento foi a percepção dos agentes econômicos quanto ao tom de maior austeridade na política monetária transmitido pelas Notas da reunião de agosto do Copom. Entre 18 de agosto e 15 de setembro, as taxas de juros de três meses, de seis meses e de um ano aumentaram em 0,47 p.p, 0,28 p.p e 0,17 p.p., respectivamente, enquanto que as de dois e de três anos recuaram em 0,01 p.p. e 0,17 p.p. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação para os próximos doze meses, subiu de 10,6% para 10,9%.

61. Em virtude da fraca demanda por proteção cambial, o Banco Central não realizou leilão para a rolagem de US\$1,1 bilhão em títulos e *swaps* cambiais com vencimento em 16 de setembro. Dessa forma, o resgate líquido de instrumentos cambiais acumulado em 2004, incluídos os vencimentos de juros, chegará a US\$24,6 bilhões ao final de setembro.

62. O Tesouro Nacional promoveu quatro leilões de venda e um de compra de Letras do Tesouro Nacional (LTN), totalizando uma colocação líquida de R\$9,3 bilhões. Foram efetuados também quatro leilões de venda de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) com vencimento em 2005, 2006 e 2007, no montante de R\$13,2 bilhões. Realizaram-se, ainda, um leilão de compra e outro de venda, tanto para Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C) quanto para Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), com vendas líquidas de R\$493 milhões, sendo R\$155 milhões liquidados em moeda corrente e o restante contra a entrega de outros títulos do Tesouro Nacional. A expectativa de elevação dos juros reais ocasionou o aumento dos cupons das NTN-C. No leilão de 30 de agosto, a taxa do título com vencimento em 2008 aumentou para 8,60%, ante 7,75% no mês anterior.

63. Nas suas intervenções no mercado aberto, o Banco Central manteve suas operações compromissadas semanais pós-fixadas, com prazo de duas semanas, e prefixadas, com prazo de três meses, bem como suas operações diárias de nivelamento da liquidez bancária, com prazo de dois dias úteis. Além disso, atuou em outras quinze

ocasiões, tomando recursos por meio de operações compromissadas, em quatorze delas com prazo de um dia útil e em uma com prazo de três dias úteis. A manutenção da prática de intervenções frequentes no *overnight* permitiu nova redução do diferencial entre a taxa Selic e sua meta, que passou de 0,13 p.p. em 18 de agosto para 0,03 p.p. em 15 de setembro. No período, o excesso de liquidez bancária esterilizado pelas operações com prazo inferior a 30 dias caiu para a média de R\$31,6 bilhões,

e, pelas operações com prazo de três meses, subiu para a média de R\$48,8 bilhões.

64. Em agosto, o estoque da dívida pública mobiliária federal interna elevou-se em 0,3%. A participação dos títulos prefixados registrou aumento, de 15,1% para 16,7%, devido à colocação líquida no mês. Já a parcela exposta à variação cambial decresceu de 14,1% para 13,2%, em virtude do resgate líquido de instrumentos cambiais e do efeito da apreciação do real.

Notas da 101ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 19 e 20/10/2004

Local: Sala de reuniões do 8º andar (19/10) e do 20º andar (20/10) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h35 (19/10) e 16h00 (20/10)

Horário de término: 19h15 (19/10) e 18h15 (20/10)

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 Loyola

João Antônio Fleury Teixeira

Paulo Sérgio Cavalheiro

Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 19)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

André Barbosa Coutinho Marques – Gerência-

Executiva de Relacionamento com Investidores

Ivan Luis Gonçalves de Oliveira Lima –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

José Antônio Marciano – Departamento de

Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de

Estudos e Pesquisas (também presente no dia 20)

Renato Jansson Rosek – Departamento de

Operações das Reservas Internacionais

Demais participantes (presentes no dia 19)

Flavio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria

João Batista do Nascimento Magalhães –

Assessor Especial da Diretoria

Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa

Hélio Mori – Consultor da Diretoria

Os membros do Copom analisaram a evolução recente e as perspectivas para a economia brasileira e para a 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 índices de inflação mostraram arrefecimento em setembro, repercutindo, principalmente, o choque positivo sobre os preços da alimentação, em especial sobre os itens *in natura*. Contribuiu para a queda também a menor pressão de preços monitorados. Apesar do comportamento favorável da inflação recente, é importante ressaltar o caráter transitório de grande parte das influências positivas observadas no período.

2. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,33% em setembro, ante elevação de 0,69% no mês anterior, acumulando aumentos de 5,49% de janeiro a setembro de 2004 e de 6,71% em doze meses. A desaceleração na variação mensal decorreu da reversão de trajetória dos preços dos alimentos, com maior intensidade no caso dos preços dos tubérculos, hortaliças e legumes, que apresentaram

quedas acentuadas no período. Adicionalmente, a evolução dos preços dos combustíveis, em particular a desaceleração do preço do álcool hidratado, contribuiu para a menor variação do IPCA.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 0,48% em setembro, ante elevação de 1,31% no mês anterior, totalizando variação de 10,06% nos primeiros nove meses do ano. A desaceleração do IGP-DI pôde ser observada em todos os seus componentes. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC-Br) aumentou apenas 0,01% em setembro, após alta de 0,79% no mês anterior. A elevação do Índice Nacional do Custo da Construção (INCC) foi de 0,58%, ante 0,81% em agosto. Já a variação do Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) recuou de 1,59% em agosto para 0,65% em setembro, acumulando 12,31% nos primeiros nove meses de 2004. No período de doze meses findo em setembro, o IGP-DI e o IPA-DI acumularam variações de 11,74% e 14,22%, respectivamente.

4. Em relação ao IPCA, o conjunto dos preços livres variou 0,22% em setembro, contra 0,6% no mês anterior, respondendo por 0,16 p.p. da variação mensal do índice, enquanto os preços monitorados tiveram elevação de 0,59%, ante 0,92% em agosto, com participação de 0,17 p.p. no resultado geral. O reajuste extra de 3,13% na conta de telefone fixo, com impacto de 0,1 p.p., foi a principal contribuição individual para o aumento do IPCA em setembro. A taxa de água e esgoto contribuiu com 0,04 p.p., refletindo o reajuste de 6,78% na região metropolitana de São Paulo, em vigor desde 29 de agosto. O aumento dos preços livres coincidiu com a contribuição dos itens comercializáveis, uma vez que o grupo dos não-comercializáveis, na média, não aumentou de preço. A estabilidade registrada na média pelos preços dos não-comercializáveis deu-se graças ao recuo de 4,4% nos preços dos alimentos *in natura*, que contrabalançou os aumentos verificados em outros itens dessa categoria. No grupo dos comercializáveis, destacaram-se as altas nos preços dos automóveis novos e usados – refletindo, em parte, o aumento dos preços de insumos, em particular do aço –, do açúcar refinado, da carne bovina e do vestuário.

5. No atacado, os preços mostraram desaceleração, tendo o Índice de Preços no Atacado (IPA) variado

0,65% em setembro, ante 1,59% no mês anterior. Esse arrefecimento da inflação no atacado atingiu tanto os preços agrícolas como os industriais. O IPA-agrícola registrou variação negativa de 0,64%, após alta de 0,53% em agosto, em decorrência da queda dos preços de legumes e frutas, ovos, batata, trigo e arroz, que prevaleceu diante do aumento dos preços de suínos, milho, café em coco e cana-de-açúcar. A variação dos preços industriais no atacado diminuiu de 1,98% em agosto para 1,13% em setembro. Houve desaceleração na maior parte dos itens compreendidos no IPA-industrial, destacando-se como exceção o gênero química, cuja alta passou de 0,83% em agosto para 1,78% em setembro, refletindo principalmente a aceleração dos preços de matérias plásticas.

6. Não obstante a desaceleração recente dos preços industriais no atacado, vale observar que o IPA-industrial, exceto combustíveis, acumulou alta de 4,8% nos três meses findos em setembro. No mesmo período, os preços dos produtos industriais (exceto combustíveis) no varejo registraram elevação de 1,3%, segundo o IPCA.

7. O núcleo de inflação para o IPCA calculado por exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados foi de 0,41% em setembro, ante 0,56% em agosto, acumulando 7,5% em doze meses. O núcleo calculado pelo método das médias aparadas com suavização ficou em 0,56%, resultado próximo aos 0,55% do mês anterior, e totalizou 7,69% nos últimos doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculado sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, recuou de 0,53% em agosto para 0,38% em setembro, acumulando 5,71% em doze meses.

8. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, foi de 0,38% em setembro, ante 0,42% em agosto, totalizando alta de 5,87% nos últimos doze meses.

9. Persiste, todavia, o distanciamento já mencionado em Notas de reuniões anteriores entre as trajetórias recentes dos preços dos produtos industriais no atacado e no varejo, que representa uma fonte de pressão sobre a inflação ao consumidor, sobretudo diante do aquecimento sazonal da demanda no final de ano. Ao mesmo tempo, o recrudescimento da

escalada dos preços internacionais do petróleo ampliou os riscos para a trajetória dos preços domésticos de combustíveis e derivados.

Avaliação Prospectiva das Tendências da Inflação

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

a) as projeções para o reajuste total nos preços da gasolina ao longo de 2004 foram mantidas em 9,5%. No caso do reajuste de gás de botijão, as projeções de setembro foram revistas para baixo em 1,3 p.p., estando agora em 4,9% no acumulado para 2004;

b) em relação às tarifas de energia elétrica residencial, o Copom manteve inalterada sua projeção de 11,5% para 2004. Já no caso das tarifas de telefonia fixa, houve pequena revisão para cima, passando de 13,9% na reunião de setembro para 14,0% atualmente;

c) para o conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados, com peso total de 29,0% no IPCA de setembro, projeta-se aumento de 8,5% ao longo de 2004, valor igual ao projetado na reunião anterior;

d) quanto à projeção dos reajustes de todos os itens administrados por contrato e monitorados para 2005, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, não houve alteração, permanecendo em 6,9%. Esse modelo considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a projeção para *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação de um modelo VAR que utiliza Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de 81 p.b. no quarto trimestre de 2004 e alcança 59 p.b. no último trimestre de 2005.

11. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,5%

do Produto Interno Bruto (PIB) em 2004 e de 4,25% nos próximos dois anos. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

12. A partir das hipóteses do cenário de referência, que incluem a manutenção da taxa de juros em 16,25% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do Copom (R\$2,85), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima da meta central de 5,5% para 2004 e acima do objetivo de 5,1% para 2005. No cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos agentes do mercado na véspera da reunião do Copom, de acordo com os dados da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin), as projeções também se encontram acima da meta central de 5,5% para o ano corrente e acima do objetivo de 5,1% para o próximo ano.

Implementação da Política Monetária

13. A desaceleração da inflação ao consumidor medida pelo IPCA, de 0,69% em agosto para 0,33% em setembro, refletiu primordialmente a reversão parcial dos aumentos pronunciados sofridos anteriormente pelos preços dos alimentos *in natura*, cuja queda foi de 4,37% em setembro, após alta de 8,14% em agosto. Desconsiderado o item alimentação, a desaceleração nos preços livres foi bem menos intensa: de 0,48% em agosto para 0,42% em setembro. Choques de preços normalmente voláteis como os dos alimentos *in natura* refletem-se na inflação do ano corrente, mas costumam ter impacto muito limitado sobre a trajetória subsequente da inflação.

14. No atacado, o IPA-agrícola também registrou a reversão de trajetória dos preços dos alimentos refletida nos índices de preços ao consumidor. Já os preços de produtos industrializados no atacado, apesar da desaceleração em relação aos meses anteriores, continuaram apresentando incrementos elevados, tendo o IPA-industrial subido 1,13% em setembro e acumulado 15,40% no ano. Comparando-se a dinâmica recente dos preços industriais nos segmentos atacadista e varejista, é possível identificar em potenciais repasses do atacado para o varejo um foco importante de pressão sobre a inflação ao

consumidor nos próximos meses. A intensidade desses repasses dependerá crucialmente das condições prospectivas de demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

15. Quanto aos núcleos de inflação para o IPCA, observou-se em setembro alguma desaceleração dos núcleos calculados por exclusão de alimentos e de preços administrados e por médias aparadas sem suavização de itens predeterminados. Já o núcleo com suavização – procedimento cuja finalidade é, como se sabe, incorporar à tendência subjacente para o IPCA cheio o padrão de contribuição de preços administrados – permaneceu praticamente estável em relação aos resultados dos meses anteriores, apresentando variação anualizada pouco inferior a 7%. É importante notar que os núcleos de inflação são construídos de modo a depurar parte da volatilidade registrada pelos índices cheios, mas não estão inteiramente livres de ruído, de modo que variações pontuais ocorridas na margem não devem ser precipitadamente interpretadas como mudança da tendência subjacente da inflação. O comportamento do conjunto dos núcleos do IPCA ao longo dos últimos meses continua indicando uma tendência subjacente de inflação incompatível com a trajetória de metas.

16. A produção industrial medida pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) apresentou em agosto crescimento dessazonalizado de 1,1%. Esse crescimento expressivo foi bastante superior ao consenso de mercado às vésperas da divulgação do índice, que previa declínio da atividade industrial no mês. As expectativas pareciam estar sendo negativamente influenciadas pela queda da expedição de papelão ondulado em agosto, em seguida a um aumento ainda maior desse indicador em julho, aumento que não se havia refletido plenamente na produção industrial daquele mês. Conforme mencionado nas Notas da reunião de setembro do Copom, essa seqüência de observações despertava dúvidas a respeito da qualidade da informação contida nas taxas de variação da expedição de papelão em cada um desses meses, tomadas isoladamente do histórico da série, como indicador coincidente da atividade fabril. Embora o Copom trabalhasse com a perspectiva de que a produção industrial se mantivesse em tendência

de crescimento em agosto, esperava observar desaceleração marginal em relação às taxas dos meses anteriores; para setembro, os indicadores antecedentes e coincidentes sugerem um pequeno recuo da série mensal dessazonalizada. Como mencionado em Notas de reuniões anteriores do Copom, a volatilidade característica dessas séries não permite interpretar um resultado mensal surpreendentemente positivo como evidência definitiva de aceleração da trajetória de crescimento da produção industrial, e tampouco tomar qualquer acomodação verificada na margem como sinal inequívoco de perda de ímpeto da expansão. Na verdade, agosto foi o sexto mês consecutivo de crescimento da série dessazonalizada da produção industrial, e desde 1994 não se observava crescimento monotônico tão prolongado, sendo mais usual, mesmo em períodos de forte expansão da atividade, que a série exiba flutuações em torno de sua tendência ascendente.

17. Segundo a Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, a taxa de desocupação permaneceu praticamente estável entre julho (11,2%) e agosto (11,4%), em patamar bastante inferior ao registrado em agosto de 2003 (13,0%). O pessoal ocupado aumentou 0,3% em agosto, mantendo a trajetória ascendente observada desde o início do ano. Já o emprego formal apurado pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) cresceu 0,8% em agosto, e 4,4% no acumulado do ano, o que representa incorporação de 1.466.446 trabalhadores ao mercado formal nos primeiros oito meses de 2004. Indicadores do mercado de trabalho na indústria de transformação compilados pela Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) e pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) continuam mostrando crescimento da massa salarial real. A recuperação progressiva do emprego e da renda deverá desempenhar papel cada vez mais importante na sustentação do processo de crescimento em termos agregados, e deverá contribuir também para tornar a expansão cada vez mais balanceada entre os diversos setores da economia.

18. Os dados de agosto da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE continuaram refletindo a tendência de expansão da demanda por consumo. Agosto foi o nono mês consecutivo de crescimento da série de vendas no varejo (dessazonalizada pelo Banco Central), embora nesse mês a taxa de

crescimento tenha sido relativamente modesta (0,1%); nos últimos dezoito meses, essa série registrou um único recuo mensal (dezembro de 2003), enquanto, no acumulado do ano, o crescimento do volume de vendas chegou a 9,45%. Setores de maior dinamismo nas etapas iniciais da retomada, como móveis e eletrodomésticos e automóveis e motocicletas, continuam apresentando forte crescimento no acumulado do ano (29,78% e 19,24%, respectivamente), a despeito da queda no dado dessazonalizado de agosto. Já as vendas de super e hipermercados, que são menos sensíveis às condições de crédito, apresentaram crescimento de 5,9% no acumulado do ano, e, na série dessazonalizada, crescimento de 1,1% no mês. Dados de outubro da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registraram melhora significativa da confiança do consumidor, com valores recordes tanto para a série de condições econômicas atuais quanto para a de expectativas do consumidor, o que contribui para a sustentação da demanda no comércio varejista.

19. Com mais um mês de aumento expressivo da produção industrial, a partir do patamar historicamente elevado em que já se encontrava após meses seguidos de rápida expansão, mantém-se a preocupação manifestada em Notas de reuniões anteriores do Copom com a velocidade de ampliação da capacidade produtiva, de modo a acomodar a demanda crescente sem ameaçar a convergência futura da inflação para a trajetória de metas. Por um lado, o ritmo de retomada dos investimentos continua dando sinais encorajadores, com crescimento de 15,7% na absorção doméstica de bens de capital no acumulado janeiro-agosto, em relação ao mesmo período do ano anterior. A utilização da capacidade instalada, por sua vez, continua em tendência ascendente. O índice de utilização da capacidade instalada medido pela CNI apresentou em agosto crescimento de 0,1% na série dessazonalizada, que atingiu o nível recorde histórico de 83,3%.

20. O setor externo mantém o seu dinamismo, com as exportações expandindo-se 33,1% no período janeiro-setembro em relação ao mesmo período do ano anterior. Na mesma base de comparação, as importações elevaram-se 29,1%, em resposta ao forte

aumento na demanda doméstica. No acumulado de doze meses até setembro, o superávit comercial totalizava US\$32,1 bilhões, proporcionando saldo em transações correntes de US\$9,8 bilhões (aproximadamente 1,8% do PIB).

21. Os preços do petróleo no mercado internacional, cuja escalada havia exibido algum arrefecimento, sofreram pressão altista adicional desde a reunião de setembro do Copom. Não só aumentaram as cotações correntes e esperadas para o curtíssimo prazo, como ganhou força a perspectiva de que os preços se sustentem em patamares bastante elevados por um período mais longo. O risco é magnificado pela possibilidade de que, diante de uma alta mais sustentada dos preços do petróleo cru, reduza-se também a defasagem atípica que se observa agora no preço internacional da gasolina. No cenário doméstico, continua indefinida a trajetória de realinhamento dos preços dos derivados de petróleo em relação às cotações internacionais, e aumenta a possibilidade de que o impacto desse realinhamento – na medida em que possa ser postergado, mas não evitado – acabe contaminando mais fortemente a inflação de 2005. Além disso, uma mera protelação reduziria a eficácia da política monetária, ao estender o período durante o qual os agentes privados operam na expectativa de um choque inflacionário iminente, de magnitude incerta, requerendo taxas de juros nominais mais elevadas para produzir uma mesma taxa de juros real esperada.

22. O Copom mantém em seu cenário básico a mesma projeção com que vinha trabalhando para o aumento da gasolina em 2004, e para 2005 ainda trabalha, a esta altura, com as projeções do modelo endógeno de determinação do conjunto de preços administrados. A possibilidade de que os preços do petróleo resultem em condições mais adversas do que essas tem sido cuidadosamente contemplada pelo Copom, mas continua sendo tratada como um risco potencial, embora cada vez mais grave, à concretização do cenário básico. Em breve, o Comitê produzirá projeções desagregadas para os preços da gasolina em 2005, assim como para os demais preços administrados, e nesse momento precisará avaliar em que medida circunstâncias mais adversas do mercado de petróleo deverão ser incorporadas diretamente às premissas do seu cenário básico de projeção.

23. Os mercados internacionais de capitais, que se mostravam tranqüilos nos meses recentes, passaram a refletir maiores preocupações quanto ao dinamismo da retomada do crescimento das principais economias industrializadas. Essa incerteza está fortemente condicionada pelo recrudescimento da escalada dos preços do petróleo, e resultou em maior instabilidade nos mercados, com reflexos imediatos sobre o mercado cambial no Brasil. Nesse contexto, o cenário favorável que propiciou a apreciação do câmbio desde junho passado poderia ficar comprometido na eventualidade de uma deterioração maior das expectativas quanto ao preço do petróleo e quanto ao seu impacto sobre o crescimento da economia mundial.

24. Desde a reunião anterior do Copom, as expectativas coletadas pela Gerin para a variação do IPCA em 2004 caíram de 7,37% para 7,16%. Essa redução reflete primordialmente o resultado melhor que o esperado da inflação de setembro, graças aos fatores pontuais mencionados acima. Para o ano de 2005, por outro lado, as expectativas tornaram a mostrar elevação, passando de 5,70% para 5,82%. Esse movimento indica que a deterioração das expectativas para a inflação de 2005 ainda não estancou, a despeito da apreciação da taxa de câmbio, do comportamento favorável da inflação corrente, da queda recente dos preços internacionais de importantes *commodities* e da sinalização de aperto da política monetária ao longo dos últimos meses.

25. O Copom ressalta, uma vez mais, que calibra os instrumentos de política monetária com base em seus próprios cenários de projeção para a inflação, cotejando-os com a trajetória de metas, e não guiado pelas expectativas de inflação dos agentes privados. Entretanto, as expectativas dos agentes privados têm impacto importante sobre os resultados que a política monetária produzirá, pois determinam as taxas de juros reais esperadas que correspondem a uma dada estrutura a termo de taxas de juros nominais, e, dadas as condições de demanda, influenciam significativamente a formação corrente de preços. É nessa qualidade que as expectativas de inflação dos agentes privados, seja qual for o seu grau de acerto, são monitoradas pelo Copom e por autoridades monetárias do mundo inteiro.

26. As projeções do Copom para a inflação de 2004 reduziram-se, graças à surpresa favorável da inflação

de setembro. Tanto no cenário de referência como no de mercado, permanecem acima da meta de 5,5% estabelecida para o ano, mas diminuiu a probabilidade de rompimento do limite superior do intervalo de tolerância. Já para 2005, as projeções de ambos os cenários permanecem bastante próximas aos respectivos valores constantes do Relatório de Inflação de setembro. No cenário de referência, que pressupõe a manutenção da taxa Selic em 16,25% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,85 ao longo do horizonte de projeção, a apreciação cambial praticamente compensou a piora das expectativas de inflação, mantendo-se a inflação projetada para 2005 acima do objetivo de 5,1% explicitado pelo Copom nas Notas de reunião de setembro. As projeções baseadas no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias de câmbio e de taxa Selic esperadas pelo mercado na véspera da reunião do Copom, situam-se acima das projeções do cenário de referência.

27. O Copom reitera que considera natural que o ritmo de expansão apresente alguma tendência espontânea de arrefecimento, à medida que fica para trás o impulso inicial proporcionado pelo relaxamento da política monetária, e o processo passa a se sustentar em mecanismos de autopropagação ligados ao aumento da renda. No entanto, embora algum arrefecimento espontâneo possa estar a caminho, os dados disponíveis não sugerem que seja intenso o bastante para preservar a compatibilidade entre a trajetória de metas de inflação e a velocidade de preenchimento da capacidade ociosa da economia. Em que pese as dificuldades envolvidas na mensuração da capacidade instalada de cada setor da indústria ou, em termos agregados, do produto potencial, é inegável que a ociosidade vem se reduzindo rapidamente nos últimos meses. A partir dos níveis de produção já atingidos, a política monetária precisa permanecer vigilante em relação ao ritmo de expansão adicional da demanda.

28. O ajuste de política monetária iniciado no mês passado tem como objetivo promover a convergência da inflação para a trajetória de metas, que incorpora o objetivo de 5,1% para a variação do IPCA em 2005. Compatibilizando o ritmo de preenchimento do hiato do produto com a trajetória de metas para a inflação,

esse ajuste evitará os danos graves ao ciclo de crescimento que ocorreriam caso medidas mais drásticas viessem a ser necessárias para desinflacionar a economia. Evitar que a inflação se acelere é também crucial para que o processo de retomada prossiga de forma saudável e balanceada, preservando as forças que sustentarão os componentes da demanda doméstica mais dependentes da renda do trabalho. O objetivo último do ajuste da política monetária é, portanto, garantir condições de sustentabilidade ao processo de crescimento da economia brasileira.

29. Assim, diante dos mesmos elementos que, em setembro, levaram-no a dar início a um processo de ajuste moderado da taxa básica de juros, o Copom entende que as atuais circunstâncias recomendam que esse processo tenha prosseguimento na forma prevista. Embora um aumento de 0,25 p.p. na taxa Selic tenha sido considerado adequado para dar início a esse processo de ajuste, de modo a suavizar a inflexão da postura de política monetária e minimizar o risco de turbulências ao seu primeiro impacto, o Comitê avalia que um aumento de 0,5 p.p. neste momento é mais condizente com a magnitude do movimento total capaz de promover a convergência da inflação para a trajetória de metas e com a velocidade ótima de implementação desse ajuste.

30. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 16,75% a.a., sem viés.

31. Embora trabalhe mantendo a hipótese de que o ajuste gradual do instrumento de política monetária terá prosseguimento na magnitude e no ritmo originalmente previstos, o Copom ressalva que o quadro atual contém dois potenciais agravantes em relação ao avaliado em sua reunião de setembro. Em primeiro lugar, a escalada dos preços do petróleo recrudescer tanto em termos de intensidade imediata quanto em termos de prognóstico de duração, e talvez venha a ser necessário incorporar alguma deterioração diretamente aos cenários básicos de projeção, em vez de tratá-la, como tem sido feito até agora, como mero risco latente à concretização desse cenário. Em segundo lugar, a deterioração marginal das expectativas de inflação dos agentes privados

para 2005, mesmo após a mudança efetiva da postura de política monetária, é um alerta de que essas expectativas podem apresentar maior rigidez à queda do que se antevia.

32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 16 de novembro de 2004 para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 11.516, de 15.10.2003.

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Atividade econômica

33. O movimento do comércio varejista registrou elevação de 0,1% no índice do volume de vendas em agosto, em relação ao mês anterior, segundo dados da PMC do IBGE, de abrangência nacional, ajustados sazonalmente pelo Banco Central. Os segmentos de tecidos, vestuário e calçados, móveis e eletrodomésticos e automóveis, motos e partes, que vêm mostrando crescimento expressivo ao longo do ano, registraram queda no mês, enquanto as vendas de hiper e supermercados mantiveram-se em alta, considerando as séries ajustadas sazonalmente.

34. Ainda segundo a PMC, no período de janeiro a agosto, comparativamente a idêntico período de 2003, a taxa de expansão do comércio varejista atingiu 9,5%; em relação ao mesmo mês do ano anterior, o crescimento foi de 7,5%, após cinco meses consecutivos com taxas de variação superiores a 10% nessa base de comparação. O crescimento anual no volume de vendas alcançou 26 dos 27 estados da Federação. Todos os grupos de atividades que compõem o varejo mostraram expansão anual em agosto, continuando em destaque o desempenho de móveis e eletrodomésticos, com taxa de crescimento de 29,8%, bem superior à média do comércio.

35. Dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) revelaram, após ajuste sazonal, quedas de 2% no número de consultas para compras a crédito e de 3,1% nas consultas ao sistema Usecheque, em comparação ao observado no mês anterior. No ano, até setembro, esses mesmos indicadores apontaram acréscimos de 7,4% e 1,1%, respectivamente.

36. A pesquisa mensal da Fecomercio SP registrou em outubro crescimento de 10,7% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC), que atingiu 142,5 pontos em escala que vai de 0 a 200, resultado dos acréscimos de 18,1% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 7,5% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC). Com esse crescimento, o ICC alcançou o maior patamar desde o início da pesquisa, em 1994. O resultado é atribuído, basicamente, ao quadro econômico promissor.

37. Em relação aos investimentos, os indicadores referentes a agosto mostraram continuidade da tendência de retomada. A absorção doméstica de bens de capital aumentou 4,6% no mês, em relação à do mês anterior, após ajuste sazonal, refletindo os acréscimos de 2,3% na produção doméstica e de 1,5% nas importações de bens de capital, além do recuo de 12,7% nas exportações desses bens. A absorção doméstica de bens de capital acumulou expansão de 15,7% no ano até agosto, devido principalmente ao crescimento de 26,2% da produção interna.

38. Os indicadores da construção civil ratificam a tendência de expansão dos investimentos. A produção de insumos da construção civil aumentou 0,5% em agosto, em relação à do mês anterior, após ajuste sazonal, em sua sexta expansão mensal consecutiva, acumulando incremento de 5,8% no ano até agosto.

39. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção industrial brasileira cresceu 1,1% em agosto, na série dessazonalizada, atingindo novo recorde na série histórica após seis meses consecutivos em crescimento em relação ao mês anterior. Note-se que uma seqüência de seis resultados positivos não era observada desde 1994, após o Plano Real, e evidencia o excepcional desempenho da indústria no ano corrente.

40. A análise da produção industrial por atividades revelou crescimento em 12 dos 23 setores pesquisados que têm séries mensais sazonalmente ajustadas, e expansão em 3 das 4 categorias de uso. No ano, até agosto, a produção industrial aumentou 8,8% comparativamente à do mesmo período de 2003, com expansão em 24 dos 27 setores pesquisados e em todas as categorias de uso, e com destaque para os segmentos produtores de bens de capital e de bens

de consumo duráveis, cujos acréscimos foram de 26,2% e de 26%, respectivamente. A produção de bens intermediários cresceu 7,3%, acompanhando o aumento das exportações e dos investimentos, e a de bens de consumo semi e não-duráveis elevou-se 3,1% no mesmo período, refletindo a recomposição gradual dos componentes da demanda doméstica mais dependentes da renda do trabalho.

41. As estatísticas da CNI sobre o desempenho da indústria de transformação em agosto revelaram recuo de 0,1% nas vendas reais e incremento de 0,8% nas horas trabalhadas na produção, em relação ao mês anterior, nas séries dessazonalizadas. Na comparação com os índices referentes ao mesmo mês de 2003, observou-se expansão de 20,2% nas vendas reais e de 10,7% nas horas trabalhadas. O nível de utilização da capacidade instalada atingiu 83,3% em agosto, nível recorde na série histórica, com aumento mensal de 0,1% na série ajustada sazonalmente, e de 2,8% no período de janeiro a agosto, relativamente ao verificado no mesmo período de 2003.

42. Indicadores antecedentes e coincidentes da produção industrial apontaram arrefecimento da atividade fabril para setembro, considerando o ajuste sazonal, após seis meses consecutivos de crescimento. A expedição de papelão ondulado e a produção de aço bruto recuaram respectivamente 3,3% e 0,5% no mês, nas séries dessazonalizadas, acumulando expansões respectivas de 13,3% e de 5,6% no ano até setembro. No segmento automobilístico, a produção de 203 mil unidades representou recuo de 1,2% comparativamente à verificada no mês anterior, após ajuste sazonal, e elevação de 25,3% em relação à quantidade produzida em setembro de 2003.

Mercado de trabalho

43. O índice de emprego formal aumentou 0,8% em agosto, ante o de julho, com ajuste sazonal, e 6,1% comparativamente ao de agosto de 2003, de acordo com informações do MTE. No período de janeiro a agosto, houve expansão de 4,4% no emprego formal, destacando-se que a indústria de transformação liderou o dinamismo do emprego com carteira. Os dados do MTE também vêm mostrando

que a expansão do emprego tem sido maior no interior do país do que nas regiões metropolitanas.

44. Segundo a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desocupação atingiu 11,4% em agosto, ante 11,2% no mês anterior. O desemprego cresceu a despeito do aumento de 0,3% do número de pessoas ocupadas, insuficiente para compensar o crescimento de 0,5% da população economicamente ativa (PEA) no mês. Deve-se observar que a expansão da atividade econômica se reflete no mercado de trabalho tanto no aumento do número de ocupações quanto no incremento da PEA, devido à retomada da busca de trabalho por trabalhadores desocupados que estavam desalentados.

45. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitualmente recebido pela população ocupada foi de R\$894,81 em agosto, representando queda de 1,4% em relação ao observado no mês anterior. Em relação ao percebido em agosto do ano passado, o rendimento do trabalhador apresentou ganho nominal de 5,3% e queda, em termos reais, de 0,9%, quando deflacionado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC).

46. No setor industrial, segundo os índices da CNI com ajuste sazonal, o pessoal empregado e a massa salarial real aumentaram respectivamente 1% e 1,6% em agosto, em relação aos dados do mês anterior. No período de janeiro a agosto, em relação ao mesmo período do ano anterior, a massa salarial real cresceu 8,1% e o pessoal empregado, 2%.

Crédito e inadimplência

47. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres cresceu 1,9% em setembro. O saldo das carteiras destinadas a pessoas jurídicas com recursos domésticos cresceu 4,1%, respondendo ao aumento da demanda proveniente da atividade econômica mais intensa, enquanto o recuo de 3,3% nas operações com recursos externos está associado à apreciação cambial observada em setembro. Nas operações com pessoas físicas, observou-se incremento de 2,4% em setembro e variação de 25,7% acumulada em doze meses.

48. A taxa média de juros incidente sobre as operações de crédito com recursos livres registrou

alta de 1,2 p.p. em setembro, situando-se em 45,1% a.a. O resultado decorreu principalmente do acréscimo de 1,6 p.p. na taxa média das operações com pessoas jurídicas, para 30,4% a.a., enquanto a taxa média das operações com pessoas físicas ficou praticamente estável em setembro, 63,2% a.a., ante 63,1% a.a. em agosto.

49. Ainda em relação às operações de crédito com recursos livres, a taxa de inadimplência subiu para 7,5% em setembro, comparativamente à de 7,2% que vigorou de junho a agosto. Nas operações com pessoas jurídicas o atraso manteve-se em 3,6%, enquanto nas operações com pessoas físicas houve elevação de 0,5 p.p., para 13,3%.

50. Em relação à inadimplência no comércio, a taxa líquida calculada pela ACSP subiu de 3,9% em agosto para 4,4% em setembro. Na média do ano, até setembro, observou-se recuo de 9,3% na taxa de inadimplência em relação ao patamar verificado no mesmo período de 2003. A proporção de cheques devolvidos por insuficiência de fundos, em relação ao total de cheques compensados no país, cresceu de 5% em agosto para 5,3% em setembro.

Ambiente externo

51. A contínua elevação dos preços do petróleo vem trazendo incertezas sobre a manutenção da trajetória de crescimento da economia mundial. A cotação do barril já subiu mais de 65% neste ano e o movimento do mercado de petróleo tornou-se fonte de volatilidade para os demais mercados financeiros, principalmente os acionários. Nos mercados de títulos, as cotações continuam se ajustando à elevação gradual das taxas de juros nos EUA, movimento que está favorecendo os papéis dos mercados emergentes. O *Emerging Market Bond Index Plus* (Embi+) tem registrado *spread* declinante sobre os títulos do Tesouro dos EUA, favorecendo a emissão de títulos soberanos e corporativos.

52. Apesar das elevações contínuas das cotações do petróleo e algumas *commodities*, os índices de preços ao consumidor e ao produtor vêm apresentando relativa estabilidade nas principais economias. Com a inflação ainda sob controle, o Banco da Inglaterra e o Banco

Central Europeu optaram, em outubro, por manter inalteradas as respectivas taxas de juros, em 4,75% a.a. e 2% a.a. Nos EUA, o *Federal Reserve* elevou a taxa dos *fed funds* em 25 p.b. em setembro, para 1,75% a.a.

53. Nos EUA, os últimos indicadores divulgados apontam para crescimento moderado da economia, com o mercado de trabalho ainda reagindo lentamente, gerando novos postos de trabalho abaixo das potencialidades da economia. As expectativas dos empresários e consumidores recuaram em setembro, mas os empresários permanecem confiantes na expansão da economia. O déficit comercial atingiu US\$54 bilhões em agosto, e o déficit fiscal totalizou US\$412,5 bilhões no ano fiscal de 2004, equivalentes a 3,6% do PIB, levantando dúvidas quanto à sustentabilidade de suas trajetórias crescentes.

54. Na Europa, a recuperação econômica continua lenta, com os últimos indicadores divulgados mostrando desaceleração no crescimento da produção industrial na França e na Alemanha, além de queda na confiança dos investidores alemães. A alta dos preços do petróleo, a baixa confiança dos consumidores e a lenta recuperação do emprego dificultam a reação da demanda doméstica, enquanto a contribuição da demanda externa, que vinha liderando a recuperação econômica na região, começa a dar sinais de esgotamento. Na Alemanha, já se observa redução no superávit comercial e, na França e no Reino Unido, o déficit comercial está se ampliando.

55. A economia japonesa vem crescendo mais consistentemente, comandada pela expansão das exportações. Nos últimos dois meses, no entanto, a produção industrial e as exportações também passaram a crescer mais lentamente. O consumo interno está aumentando de forma moderada, acompanhando a melhora gradual no mercado de trabalho, mas a confiança dos consumidores recuou recentemente. Na China, apesar das medidas de contenção do crescimento econômico, o cenário mantém-se bastante positivo. As exportações continuam com elevada taxa de expansão e, com a desaceleração das importações, o comércio exterior registrou em setembro o quinto superávit mensal consecutivo.

Comércio exterior e alguns resultados do balanço de pagamentos

56. A balança comercial registrou superávit de US\$3,2 bilhões em setembro, acumulando US\$25,1 bilhões no ano e US\$32,1 bilhões em doze meses. As exportações aumentaram 28,4% e as importações, 30,5%, comparativamente às médias diárias registradas em mesmo mês de 2003. A corrente de comércio totalizou US\$14,7 bilhões em setembro, acumulando US\$115,4 bilhões no período de janeiro a setembro e US\$149 bilhões em doze meses. Em outubro, até o final da primeira quinzena (dez dias úteis), o comércio exterior brasileiro continuou em ascensão, registrando saldo comercial de US\$1,7 bilhão, com taxas de crescimento de 41,4% nas exportações e de 34,7% nas importações, comparativamente às médias observadas em outubro de 2003.

57. Em setembro, as exportações totalizaram US\$8,9 bilhões, mantendo-se pelo quarto mês consecutivo em patamar próximo a US\$9 bilhões. O valor das vendas externas de manufaturados somou US\$4,8 bilhões; as exportações de produtos básicos, US\$2,7 bilhões; e as de semimanufaturados, US\$1,3 bilhão. Além do aumento generalizado das quantidades embarcadas, produtos importantes da pauta de exportação continuaram registrando no mês elevação dos preços externos, particularmente os produtos siderúrgicos e as *commodities* minerais.

58. As transações correntes do balanço de pagamentos registraram superávit de US\$1,7 bilhão, em setembro, e de US\$9,6 bilhões no acumulado do ano. Nesses nove meses, a balança comercial e as transferências unilaterais correntes apresentaram resultados positivos de US\$25,1 bilhões e de US\$2,4 bilhões, respectivamente, enquanto a conta de serviços e rendas registrou déficit de US\$17,9 bilhões. O ingresso líquido de investimentos estrangeiros diretos atingiu US\$646 milhões em setembro e US\$12,4 bilhões no ano. Ainda no acumulado do ano, as taxas de rolagem de empréstimos diretos e de títulos privados atingiram 99% e 48%, respectivamente. Ao final de setembro, as reservas, no conceito de liquidez internacional, situaram-se em US\$49,5 bilhões, e as reservas líquidas ajustadas, conforme definição constante do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), em US\$23 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

59. Desde a reunião de setembro do Copom, a curva de juros futuros registrou significativa redução de sua inclinação, com elevação das taxas para prazos inferiores a dez meses e queda das taxas para prazos mais longos. A melhora do risco-país, a apreciação da taxa de câmbio, a reafirmação da austeridade fiscal – com elevação da meta de superávit primário – e a continuidade dos bons resultados das contas externas contribuíram, ao longo do período, para o movimento do trecho longo. Já a parte curta da curva foi influenciada pelo receio de que pressões inflacionárias advindas do contínuo aumento no preço do petróleo e do ritmo de aceleração da atividade econômica ensejariam uma intensificação do aperto monetário nos próximos meses. Entre os dias 15 de setembro e 20 de outubro, as taxas de juros de 1, de 3 e de 6 meses aumentaram 0,35 p.p., 0,25p.p. e 0,06p.p., respectivamente, enquanto que as de 1, de 2 e de 3 anos recuaram em 0,23 p.p., 0,39 p.p. e 0,41 p.p. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação para os próximos doze meses, reduziu-se de 10,9% para 10,7%.

60. A exemplo do ocorrido no período anterior, o Banco Central não realizou leilão para a rolagem de US\$2,3 bilhões em títulos e *swaps* cambiais com vencimento em 1º, 13 e 14 de outubro. Assim, incluídos os pagamentos de juros, o resgate líquido de instrumentos cambiais acumulado em 2004 atingirá US\$27,3 bilhões ao final de outubro.

61. A colocação de LTN pelo Tesouro Nacional, em cinco leilões, totalizou R\$20,5 bilhões, em títulos com

vencimento em 01.07.2005 e 01.01.2006. Depois de seis meses, o Tesouro voltou a emitir, em outubro, NTN-F com vencimento em 01.01.2008, no montante de R\$275 milhões. Foram efetuados, também, cinco leilões de LFT, cujas vendas alcançaram R\$11,8 bilhões, em títulos com vencimento em 2005, 2006 e 2007. O Tesouro realizou, ainda, um leilão de compra e outro de venda, tanto de NTN-C quanto de NTN-B, com vendas líquidas de R\$1,0 bilhão, sendo R\$385 milhões liquidados em moeda corrente e o restante contra a entrega de outros títulos.

62. O Banco Central manteve, nas suas intervenções no mercado aberto, as operações compromissadas semanais prefixadas, com prazo de três meses, e pós-fixadas, com prazo ampliado de 2 para 4 semanas. Efetuou ainda outras 21 intervenções, tomando recursos por meio de operações compromissadas, 19 delas com prazo de um dia útil e as outras 2 com prazos de dois e três dias úteis. Além disso, realizou operações diárias de nivelamento da liquidez bancária, com prazo de dois dias úteis. No período, o excesso de liquidez bancária esterilizado pelas operações com prazo de até trinta dias alcançou a média de R\$37,8 bilhões, e, pelas operações com prazo de três meses, a média de R\$41,5 bilhões.

63. O estoque da dívida pública mobiliária federal interna elevou-se 1,2% em setembro. Com a colocação líquida ocorrida no mês de títulos de rendimento prefixado, a participação destes no total da dívida passou de 16,7% para 17,5%. Devido ao resgate líquido e à apreciação da taxa de câmbio, a parcela da dívida exposta à variação cambial voltou a reduzir-se, passando de 13,2%, em agosto, para 12,3%, em setembro.

Notas da 102ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 16 e 17/11/2004

Local: Sala de reuniões do 8º andar (16/11) e do 20º andar (17/11) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h20 (16/11) e 16h30 (17/11)

Horário de término: 18h55 (16/11) e 20h05 (17/11)

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
Paulo Sérgio Cavalheiro
Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Sérgio Darcy da Silva Alves

Chefes de Departamento (todos presentes no dia 16)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
Jose Pedro Ramos Fachada da Silva Martins – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores
Luiz Fernando Maciel – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Marcelo Kfoury Muinhos – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 17)
Sérgio Goldstein – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Demais participantes (presentes no dia 16)

Flavio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria
João Batista do Nascimento Magalhães – Assessor Especial da Diretoria
Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa
Hélio Mori – Consultor da Diretoria

Os membros do Copom analisaram a evolução recente e as perspectivas para a economia brasileira e para a 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 inflação acelerou em outubro, refletindo o recrudescimento da alta dos preços industriais, sobretudo no segmento atacadista, e o aumento tanto dos preços livres como dos monitorados quando considerados os preços ao consumidor. Ressalte-se que a alta da inflação no período foi ainda atenuada pelo choque positivo sobre os preços da alimentação, cujos efeitos tendem a se esgotar nos últimos meses do ano. Persiste, ainda, o distanciamento entre as trajetórias recentes dos preços dos produtos industriais no atacado e no varejo.

2. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) variou 0,44% em outubro, ante elevação de 0,33% no mês anterior, acumulando aumentos de 5,95% de janeiro a outubro de 2004 e de 6,87% em doze meses. Esse resultado mensal do IPCA refletiu, principalmente, os aumentos de preços de combustíveis, em particular do álcool hidratado, e de outros preços monitorados, como passagens aéreas e planos de saúde. O impacto desses aumentos foi parcialmente compensado pela manutenção de taxa negativa nos preços dos alimentos, em especial dos produtos *in natura*.

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 0,53% em outubro, ante elevação de 0,48% no mês anterior, totalizando variação de 10,65% nos primeiros dez meses do ano. O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) subiu 0,1% em outubro, após relativa estabilidade no mês anterior. Ressalte-se que a menor variação desse índice, relativamente ao IPCA, é em parte justificada pelo maior peso dos produtos *in natura*, cujos preços têm apresentado quedas nos dois últimos meses. A elevação do Índice Nacional do Custo da Construção (INCC)

atingiu 1,19%, ante 0,58% em setembro, com destaque para a influência dos preços de produtos derivados do aço. A variação do Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) recuou de 0,65% em setembro para 0,61% em outubro, acumulando 13% nos primeiros dez meses de 2004. No período de doze meses findo em outubro, o IGP-DI e o IPA-DI acumularam variações de 11,85% e de 14,35%, respectivamente.

4. Em relação ao IPCA, o conjunto dos preços livres variou 0,29% em outubro, contra 0,22% no mês anterior, respondendo por 0,21 p.p. da variação mensal do índice. Os preços monitorados tiveram elevação de 0,80%, ante 0,59% em setembro, com participação de 0,23 p.p. no resultado geral, sendo que 0,11 p.p. adveio do reajuste dos combustíveis. O IPCA de outubro registrou elevação de 5,31% no preço do álcool combustível, refletindo parte dos reajustes efetivados nas usinas sucroalcooleiras, cujos efeitos serão ainda observados no resultado do IPCA em novembro. Além da alta do álcool hidratado, o preço da gasolina aumentou 1,45% no mês, como resultado do reajuste de 2,3% dos preços na refinaria – a partir de 15 de outubro – e do aumento do álcool anidro, misturado à gasolina. A elevação dos preços livres decorreu principalmente dos itens comercializáveis, que aumentaram 0,42%, enquanto o grupo dos não-comercializáveis variou 0,13%. A menor variação registrada por esse grupo deveu-se ao recuo de 7,2% nos preços dos alimentos *in natura*, que amenizou os aumentos verificados em outros itens dessa categoria. No grupo dos comercializáveis, destacaram-se as altas nos preços do vestuário, dos automóveis novos e usados – refletindo, em parte, o aumento dos preços de insumos, em particular do aço – e da carne bovina.

5. No atacado, os preços mostraram desaceleração, tendo o Índice de Preços por Atacado (IPA) variado 0,61% em outubro ante 0,65% no mês anterior. Esse arrefecimento da inflação no atacado decorreu do comportamento dos preços agrícolas, que registraram nova variação negativa de 2,73%, após recuo de 0,64% em setembro. Destacaram-se as quedas nos preços de ovos, arroz, legumes e frutas, soja, bovinos, leite e milho. O movimento de elevação dos preços industriais no atacado intensificou-se no período, alcançando

1,83% em outubro ante 1,13% em setembro. A alta de preços foi mais intensa entre os bens intermediários e as matérias-primas minerais, principalmente ferro, aço e derivados, combustíveis e lubrificantes, tintas e vernizes, minérios, matérias plásticas e produtos de matérias plásticas.

6. Com esse comportamento recente dos preços industriais no atacado, o IPA-industrial, exceto combustíveis, acumulou alta de 5,2% nos três meses findos em outubro. No mesmo período, os preços dos produtos industriais (exceto combustíveis) no varejo registraram elevação de 1,4%, segundo o IPCA.

7. O núcleo de inflação para o IPCA calculado por exclusão de alimentos no domicílio e de preços monitorados alcançou 0,55% em outubro, ante 0,41% em setembro, acumulando 7,7% em doze meses. O núcleo calculado pelo método das médias aparadas com suavização ficou em 0,6%, contra 0,56% no mês anterior, e totalizou 7,51% nos últimos doze meses. A mesma medida para o núcleo, calculada sem o procedimento de suavização de itens preestabelecidos, passou de 0,38% em setembro para 0,55% em outubro, acumulando 5,98% em doze meses.

8. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) pelo método das médias aparadas simétricas, atingiu 0,43% em outubro, ante 0,38% em setembro, totalizando alta de 5,8% nos últimos doze meses.

9. A aceleração dos índices de preços deverá manter-se em novembro, como decorrência do impacto de alguns fatores já definidos para o mês. Dentre os monitorados, destaque-se os efeitos da segunda parcela do reajuste extra das tarifas de telefonia fixa, o aumento dos preços do álcool, bem como os seus impactos sobre a gasolina, e a elevação da tarifa de ônibus urbano em Belo Horizonte. Entre os preços livres, deverá ser menor o efeito favorável do grupo alimentação, sobretudo no que se refere à evolução dos preços dos produtos *in natura*.

Avaliação Prospectiva das Tendências da Inflação

10. Os choques identificados e os impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações

disponíveis. O cenário considerado nas simulações contempla as seguintes hipóteses:

a) as projeções para o reajuste total nos preços da gasolina ao longo de 2004 foram mantidas em 9,5%. No caso do reajuste de gás de botijão, a projeção permaneceu praticamente inalterada, passando de 4,9% na reunião de outubro para 5,0% atualmente, no acumulado para 2004;

b) em relação às tarifas de energia elétrica residencial, o Copom reduziu suas projeções em 1,3 p.p., estando, agora, em 10,2% para 2004. Já no caso das tarifas de telefonia fixa, houve pequena revisão para cima, passando de 14% na reunião de outubro para 14,8% atualmente;

c) para o conjunto dos itens administrados por contrato e monitorados, com peso total de 29,1% no IPCA de outubro, projeta-se aumento de 9,0% ao longo de 2004, 0,5 p.p. acima do projetado na reunião anterior;

d) quanto à projeção dos reajustes de todos os itens administrados por contrato e monitorados para 2005, baseada no modelo de determinação endógena de preços administrados, houve pequeno aumento, passando de 6,9% da reunião anterior para 7,2%. Esse modelo considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a projeção para *spread* de seis meses sobre a taxa Selic, seguindo especificação de um modelo VAR que utiliza Selic e *swap* em níveis a partir dos valores vigentes nos dias que antecederam a reunião do Copom, parte de uma média de 101 p.b. no quarto trimestre de 2004 e alcança 62 p.b. no último trimestre de 2005.

11. Em relação à política fiscal, supõe-se o cumprimento da meta de superávit primário de 4,5% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2004 e de 4,25% nos próximos dois anos. São mantidas as demais hipóteses consideradas na reunião anterior.

12. A partir das hipóteses do cenário de referência, que incluem a manutenção da taxa de juros em 16,75% ao ano e da taxa de câmbio em patamar próximo ao que prevalecia na véspera da reunião do

Copom (R\$2,80), concluiu-se que as projeções de inflação estão acima da meta central de 5,5% para 2004 e acima do objetivo de 5,1% para 2005. No cenário de mercado, que incorpora as trajetórias para a taxa de câmbio e para a taxa Selic esperadas pelos agentes do mercado na véspera da reunião do Copom, de acordo com os dados da pesquisa realizada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil (Gerin), as projeções também se encontram acima da meta central de 5,5% para o ano corrente e acima do objetivo de 5,1% para o próximo ano.

Implementação da Política Monetária

13. A inflação medida pelo IPCA voltou a se acelerar em outubro, subindo para 0,44%, contra 0,33% em setembro. Essa aceleração ocorreu a despeito da queda, pelo segundo mês consecutivo, do índice de preços referente à alimentação, que reflete ainda a reversão dos fortes aumentos sofridos por esse item nos meses anteriores. O aumento dos preços livres sem o item alimentação, que foi de 0,42% em setembro, passou para 0,54% em outubro. Os preços monitorados foram pressionados pela alta nos combustíveis, especialmente no álcool.

14. O IGP-DI apresentou ligeira aceleração em outubro, com aumento de 0,53%, contra 0,48% em setembro, enquanto o IPA-DI apresentou ligeira desaceleração, de 0,65% para 0,61%. Apesar da forte desaceleração do IPA dos produtos agrícolas, a aceleração no IPA dos produtos industriais praticamente neutralizou esses ganhos. Continuam, portanto, as pressões inflacionárias nos produtos industrializados no atacado, que acumulam no ano elevação de 17,52%. O IPA medido segundo o estágio de processamento é outra forma desagregada de avaliação das pressões inflacionárias. Segundo esse critério, a inflação do IPA em outubro resultou de maior pressão no item bens intermediários, cujos preços registraram aumento de 2,62% no mês e de 23,8% no acumulado do ano. O Copom continuará monitorando atentamente nos próximos meses o potencial impacto sobre os preços no varejo dessas pressões identificadas no atacado. Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, a intensidade desses repasses dependerá fundamentalmente das

condições prospectivas de demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

15. Os núcleos de inflação para o IPCA também voltaram a se acelerar em outubro, segundo os três critérios de cálculo utilizados pelo Copom. A aceleração foi mais marcada nos núcleos calculados por exclusão de alimentos e de preços administrados e por médias aparadas sem suavização de itens predeterminados, que haviam caído em setembro, mas que retornaram em outubro aos patamares observados anteriormente. Conforme previsto nas Notas da reunião de outubro do Copom, os núcleos mais baixos registrados em setembro refletiam mais a volatilidade remanescente nessas medidas do que uma mudança da tendência subjacente de inflação. O núcleo por exclusão acusou variação de 6,61% no acumulado do ano, ficando acima do IPCA pleno no mesmo período, e contrariando a tendência de subestimação da inflação exibida nos últimos anos por essa medida de núcleo (em 2003, por exemplo, o índice de exclusão foi de 8,17% contra 9,3% da inflação cheia). Já o núcleo calculado por médias aparadas com suavização está, desde abril, variando entre 0,55 e 0,60. Portanto, os núcleos permanecem estabilizados em níveis elevados e incompatíveis com a trajetória de metas de inflação.

16. A produção industrial, medida pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), manteve-se estável em setembro na série dessazonalizada, após uma seqüência de seis meses consecutivos de expansão como não se observava desde 1994. Esse comportamento no mês veio a ratificar a expectativa de que haveria uma certa acomodação na margem, embora essa acomodação tenha sido um pouco menos intensa do que sugeriam os indicadores antecedentes e coincidentes, que, conforme observado nas Notas da reunião de outubro do Copom, projetavam um pequeno recuo da série mensal dessazonalizada. No período janeiro-setembro, observou-se a continuidade do forte crescimento da produção iniciado no segundo semestre de 2003, com uma variação acumulada de 9,0% em relação aos mesmos meses do ano anterior.

17. Indicadores antecedentes e coincidentes para outubro novamente apontam tendência de acomodação da produção industrial, com queda na série dessazonalizada. No entanto, conforme discutido em Notas de reuniões

anteriores do Copom, não se pode concluir desse comportamento pontual que a produção industrial esteja revertendo a tendência de crescimento, assim como um forte incremento isolado não é indicador seguro de aceleração do ritmo da produção. Após a seqüência mensal observada de crescimento da produção no passado recente, alguma acomodação seria plenamente esperada, pois taxas mensais de variação da atividade industrial apresentam a característica de serem voláteis, com oscilações de curto prazo em torno de uma tendência de crescimento. Critérios que procuram depurar pelo menos em parte essa volatilidade, como a média móvel trimestral da série dessazonalizada, indicam expansão contínua da produção industrial desde fevereiro deste ano, mas em ritmo menos acelerado nos meses recentes.

18. Além de convergir para um ritmo mais moderado de crescimento, a produção industrial continua apresentando mudança qualitativa em sua dinâmica. Ao longo dos últimos meses, vem aumentando progressivamente a importância relativa dos setores mais sensíveis ao crescimento da renda real, em detrimento dos setores mais sensíveis ao crédito, que lideraram os estágios iniciais do processo de retomada. Essa mudança, favorecendo um maior equilíbrio entre diferentes setores em termos de ritmo de expansão, é característica da convergência da economia para um padrão de crescimento sustentado.

19. O dinamismo na atividade econômica nos últimos cinco trimestres continua tendo reflexos favoráveis no mercado de trabalho. Segundo dados do IBGE, prosseguiu em setembro a nítida tendência de queda da taxa de desemprego aberto, que vem sendo observada desde abril, com breve interrupção em agosto. A taxa declinou de 11,4% em agosto para 10,9% em setembro. O emprego formal apurado pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) cresceu 0,5% em setembro e 4,6% no acumulado do ano, o que representa incorporação de 1.666.188 trabalhadores ao mercado formal nos nove primeiros meses do ano. Dados desagregados indicam que o maior contingente de contratações líquidas nesse período verificou-se na indústria de transformação, onde o número de contratações líquidas mais do que duplicou em relação ao mesmo período do ano anterior. Números da Confederação Nacional da Indústria (CNI) corroboram tal dinamismo, indicando crescimento contínuo do emprego industrial desde dezembro passado.

Segundo o IBGE, o número de ocupados nas principais regiões metropolitanas do país cresceu 3% de janeiro a setembro. No mesmo período, a massa salarial real aumentou 1,8%. Estatísticas da CNI mostram que a massa salarial real na indústria de transformação manteve crescimento em setembro, sustentando a tendência observada desde março de 2003.

20. Segundo dados mensais da Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) do IBGE, dessazonalizados pelo Banco Central, as vendas no varejo permaneceram estáveis entre agosto e setembro. As vendas e as receitas nominais cresceram 9,32% e 12,06%, respectivamente, no acumulado de janeiro a setembro. Os itens que apresentaram crescimento mais significativo em termos de volume, nesse período, continuam sendo móveis e eletrodomésticos e veículos e motos, segmentos fortemente impulsionados pelo crédito. No entanto, a exemplo do que ocorre com a produção industrial, já se observa uma mudança qualitativa na composição das vendas, ganhando dinamismo segmentos menos sensíveis ao crédito, tais como tecidos, vestuário e calçados e super e hipermercados. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) medido pela Federação de Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) continuou em elevação em novembro, seguindo tendência observada desde agosto. Isso sinaliza, em conjunto com o crescimento do emprego e da massa salarial real, a manutenção do dinamismo das vendas no comércio nos próximos meses.

21. Dada a forte expansão da atividade, em particular a seqüência expressiva de aumentos da produção industrial e das vendas desde o segundo semestre de 2003, um foco importante de preocupação do Copom em relação à dinâmica prospectiva da inflação centra-se no desempenho da oferta agregada. A utilização média da capacidade instalada na indústria, medida pela FGV, elevou-se para 86,1% em outubro, contra 84,5% em julho, atingindo nível sem precedentes desde o início da mensuração do índice em 1990. O setor que apresentou maior aumento foi o de materiais de construção, passando de 80,5% para 85,8%. Bens de consumo final e de consumo intermediário, que já se encontravam em níveis elevados, experimentaram incremento adicional, enquanto os bens de capital apresentaram ligeiro declínio. Em termos de gêneros industriais, mecânica, material elétrico e de comunicações e produtos alimentares tiveram não

somente forte elevação no uso da capacidade instalada ao longo de 2004, mas também atingiram em outubro patamares sem precedentes. Já o índice de utilização da capacidade instalada da CNI registrou ligeiro declínio em setembro, na série dessazonalizada, após ter atingido recorde histórico em agosto.

22. O indicador de investimento representado pela absorção doméstica de bens de capital apresentou ligeiro recuo de 0,6% em setembro, tendo em vista a queda na produção doméstica de 2,5% no mês, segundo a série dessazonalizada do IBGE. Esse comportamento também não pode ser caracterizado como esgotamento ou reversão da tendência de recuperação dos investimentos, cuja evolução costuma ser altamente volátil, especialmente em séries mensais, haja vista a expansão de 2,0% desse mesmo setor registrada no mês imediatamente anterior. No acumulado do ano, a absorção de bens de capital ainda apresenta crescimento expressivo de 16,2%, tendo como principal determinante a produção doméstica de bens de capital, que se expandiu em 25,7% no período. Como ressaltado em Notas de reuniões anteriores, a série histórica de formação bruta de capital fixo mostra correlação elevada com os índices de utilização da capacidade instalada e, com defasagem um pouco maior, com o risco-Brasil. O comportamento desses indicadores antecedentes continua sugerindo que há espaço para ampliação, nos próximos meses, do nível de investimentos, além da já refletida nas contas nacionais até o segundo trimestre de 2004.

23. Nas transações com o exterior, as exportações mantêm forte ritmo de crescimento, com taxa acumulada de 31,1% nos dez primeiros meses do ano. Os produtos manufaturados, o grupo de maior participação na pauta de exportações (em torno de 56% do total), expandiram-se 23,8% em termos de volume exportado no período janeiro-setembro, em relação ao mesmo período do ano anterior. As importações apresentaram dinamismo semelhante, com aumento de 27,3% no período janeiro-outubro, em resposta à expansão da demanda doméstica. Nesse contexto, dados de *quantum* de importações no período janeiro-setembro indicam que os itens de maior crescimento foram matérias-primas e bens de consumo duráveis, com taxas de 22,9% e 24,6%, respectivamente. No acumulado de doze meses até outubro, o superávit comercial totalizava US\$32,6

bilhões, proporcionando saldo positivo em transações correntes de US\$10,8 bilhões, ou 1,95% do PIB.

24. Os mercados internacionais apresentaram comportamento mais favorável desde a reunião passada do Copom, inclusive com queda nos preços do petróleo, propiciando redução do prêmio de risco-Brasil e apreciação do real em relação ao dólar. Esse cenário favorável, porém, estará sujeito, conforme observado em Notas de reuniões anteriores do Copom, à incorporação pelos agentes de novas informações sobre o desempenho esperado das economias industrializadas, especialmente a dos Estados Unidos, e dos desenvolvimentos nos preços internacionais do petróleo. Por ora, as perspectivas continuam sendo de que o *Federal Reserve* (Fed) dos Estados Unidos prosseguirá em sua política de aumento moderado nas taxas de juros. Dados divulgados recentemente sobre alguns indicadores do nível de atividade e da inflação nos Estados Unidos, porém, sugerem maior incerteza a respeito da tendência prospectiva da economia e, por conseguinte, do comportamento futuro do Fed.

25. Os preços do petróleo no mercado internacional, após registrarem recordes históricos em outubro, vêm apresentando mais recentemente tendência de redução. Embora tenha havido recuo considerável em relação aos valores máximos de outubro, os preços correntes e futuros ainda continuam em níveis elevados, quando comparados, por exemplo, aos valores que prevaleciam às vésperas da reunião do Copom de setembro. As previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo continuam marcadas por grande incerteza, concentrada, no momento, nas dúvidas a respeito do alcance e da persistência da mudança recente de tendência. Em todo caso, a reversão da escalada de preços do mês anterior permite vislumbrar com maior segurança condições no mercado de petróleo que referendem o cenário de projeção mantido pelo Copom, que, conforme ressaltado nas Notas da reunião de outubro, continuou a tratar aquela deterioração mais intensa como um risco latente e não como parte de suas premissas básicas.

26. No campo doméstico, o impacto advindo da elevação recente do preço do álcool ocupou boa parte do espaço restante na projeção de 9,5% para o reajuste total do preço da gasolina ao longo de 2004,

que, mesmo assim, foi mantida pelo Copom como hipótese de trabalho. Para 2005, o Comitê continua trabalhando com projeções agregadas para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, geradas pelo modelo econométrico de determinação endógena desses preços. Um exame ainda preliminar dos componentes desagregados desse conjunto, entretanto, corrobora em linhas gerais as projeções do modelo para o agregado, sob a premissa de que os preços domésticos da gasolina guardarão em 2005 sua correlação histórica com as cotações internacionais do petróleo.

27. Desde a reunião de outubro do Copom, as expectativas coletadas pela Gerin para a variação do IPCA em 2004 voltaram a apresentar ligeiro aumento, de 7,16% para 7,19%. Para o ano de 2005, as expectativas continuaram a se deteriorar, passando de 5,81% para 5,90%. Esse movimento indica que a deterioração das expectativas para a inflação de 2005 ainda não se estancou, a despeito da apreciação da taxa de câmbio, da queda recente dos preços internacionais de importantes *commodities* e da sinalização de aperto da política monetária ao longo dos últimos meses.

28. As projeções do Copom para a inflação de 2004 não se alteraram, mas decresceu ainda mais o risco de a inflação superar o intervalo superior da meta neste ano. Já para 2005, as projeções de ambos os cenários apresentaram queda em relação às produzidas no mês anterior. No cenário de referência, que pressupõe a manutenção da taxa Selic em 16,75% a.a. e da taxa de câmbio em R\$2,80 ao longo do horizonte de projeção, a apreciação cambial e a elevação da curva de juros mais do que compensaram a piora das expectativas de inflação e o aumento da projeção dos preços administrados, resultando em queda da projeção de inflação, que se manteve contudo acima do objetivo de 5,1%. As projeções baseadas no cenário de mercado, que incorpora as trajetórias de câmbio e de taxa Selic esperadas pelo mercado na véspera da reunião do Copom, situam-se acima das projeções do cenário de referência devido à depreciação cambial esperada durante o horizonte de projeção.

29. Desde a reunião de outubro, houve redução dos preços internacionais do petróleo, apreciação da taxa de câmbio e indícios de algum arrefecimento da atividade

econômica. Tais fatores ainda não foram capazes de alterar suficientemente as perspectivas para a dinâmica futura da inflação, apesar da mudança evidente na postura de política monetária em meses recentes. Por essa razão, os membros do Copom entenderam que o processo de ajuste gradual dos juros básicos deveria prosseguir de maneira a assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas no horizonte relevante para a atuação da política monetária.

30. Esse ajuste evitará que medidas mais fortes venham a ser necessárias no futuro para desinflacionar a economia, cujos danos ao ciclo de crescimento poderiam ser grandes. Além disso, consolidar a convergência da inflação para a trajetória das metas é crucial para que tenha prosseguimento de forma saudável e balanceada o processo de retomada da atividade iniciado em 2003, pela preservação das forças que darão sustentação aos componentes da demanda doméstica mais dependentes da renda do trabalho. Nesse sentido, o ajuste da política monetária tem como objetivo último reduzir a volatilidade do produto e oferecer condições de sustentabilidade de longo prazo ao processo de crescimento da economia brasileira.

31. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, aumentar a meta para a taxa Selic para 17,25% a.a., sem viés.

32. Tal como na reunião de outubro, o Copom ressalva que a manutenção do processo de ajuste do instrumento de política monetária na magnitude e no ritmo originalmente previstos requer que não haja exacerbação de fatores de risco que vêm sendo acompanhados atentamente pelo Comitê nos últimos meses. Entre outras considerações, é necessário que o cenário recente dos preços internacionais do petróleo não se deteriore e que se reverta a rigidez observada na dinâmica das expectativas de inflação até o momento. Caso avalie que o risco de que a inflação se distancie da trajetória de metas não esteja se reduzindo de forma satisfatória, a autoridade monetária estará preparada para alterar o ritmo e a magnitude do processo de ajuste nos juros básicos iniciado na reunião de setembro do Copom.

33. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 14 de dezembro de 2004 para

as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 11.516, de 15.10.2003.

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Atividade econômica

34. O movimento do comércio varejista registrou estabilidade no índice do volume de vendas em setembro, em relação ao mês anterior, segundo dados da PMC do IBGE, de abrangência nacional, ajustados sazonalmente pelo Banco Central. O segmento de móveis e eletrodomésticos, que vem mostrando crescimento expressivo ao longo do ano, registrou queda no mês, enquanto as vendas de hiper e supermercados, combustíveis, tecidos, vestuário e calçados, mantiveram-se em alta, considerando as séries ajustadas sazonalmente. O segmento de automóveis, motos e partes, que não integra a composição do índice geral, mostrou recuperação no período, após dois meses de queda.

35. Ainda segundo a PMC, no período de janeiro a setembro, comparativamente a idêntico período de 2003, a taxa de expansão do comércio varejista atingiu 9,3%. Comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, o crescimento alcançou 8,9%, tendo atingido 25 dos 27 estados da Federação.

36. Dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP) revelaram, após ajuste sazonal, queda de 1,1% no número de consultas para compras a crédito e aumento de 3,9% nas consultas ao sistema Usecheque em outubro, em comparação ao observado no mês anterior. No ano, até outubro, esses mesmos indicadores apontaram acréscimos de 6,5% e 1%, respectivamente.

37. A pesquisa mensal da Fecomercio SP registrou, em novembro, aumento de 2,2% no ICC, que atingiu 145,6 pontos em escala que vai de 0 a 200, resultado dos acréscimos de 0,4% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 3% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC).

38. Em relação aos investimentos, os indicadores referentes a setembro mostraram ligeiro arrefecimento

na trajetória ascendente que tem prevalecido desde o segundo semestre de 2003. A absorção doméstica de bens de capital recuou 0,6% no mês, em relação à do mês anterior, após ajuste sazonal, refletindo, principalmente, a diminuição de 2,5% na produção de bens de capital, enquanto as importações e as exportações desses bens cresceram 4,3% e 2,1%, respectivamente. A despeito do aumento de 47,7% nas exportações de bens de capital no ano, até setembro, a absorção doméstica acumulou expansão de 16,2%, devido ao crescimento de 25,7% na produção interna e ao incremento de 11,6% nas importações, no mesmo período.

39. Os indicadores da construção civil também denotaram acomodação em setembro, após seis meses consecutivos em expansão. A produção de insumos da construção civil caiu 0,3%, em relação à do mês anterior, após ajuste sazonal, mas manteve incremento de 6,3% no acumulado do ano, até setembro.

40. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção industrial brasileira manteve-se estável em setembro, na série dessazonalizada, em relação à do mês anterior, permanecendo no patamar recorde atingido em agosto, após seis meses consecutivos em expansão. No trimestre findo em setembro, a produção industrial registrou elevação de 2,6% em relação ao segundo trimestre do ano, com ajuste sazonal, e situou-se 10,5% acima da observada no terceiro trimestre de 2003.

41. A análise da produção industrial por atividades revelou que a estabilidade na produção em setembro decorreu do equilíbrio entre as doze atividades que expandiram a produção e as onze que registraram recuo. Dentre aquelas que cresceram, destacaram-se as indústrias de alimentos, bebidas, refino de petróleo e produção de álcool. As principais quedas na produção foram observadas nas indústrias de fumo, máquinas, aparelhos e materiais elétricos, e outros produtos químicos. Por categorias de uso, observou-se acréscimo mensal apenas na produção de bens de consumo semi e não duráveis. Nas demais categorias, os recuos significaram movimento de acomodação após as altas consecutivas nos meses anteriores.

42. No ano, até setembro, a produção industrial aumentou 9% comparativamente à do mesmo período

de 2003, com expansão em todos os 27 setores pesquisados, com exceção da indústria farmacêutica com crescimento zero, e em todas as categorias de uso. Os segmentos produtores de bens de capital e de bens intermediários expandiram-se 25,7% e 7,4%, respectivamente, acompanhando o aumento das exportações e dos investimentos. A produção de bens de consumo durável aumentou 25% e a de bens de consumo semi e não duráveis elevou-se 3,9% no mesmo período, refletindo a recomposição gradual dos componentes da demanda doméstica mais dependentes da renda do trabalho.

43. As estatísticas da CNI sobre o desempenho da indústria de transformação em setembro revelaram recuos de 2% nas vendas reais e de 0,1% nas horas trabalhadas na produção, em relação às do mês anterior, nas séries dessazonalizadas. Na comparação com os índices referentes ao mesmo mês de 2003, observaram-se acréscimos de 15,6% nas vendas reais e de 7,3% nas horas trabalhadas. O nível de utilização da capacidade instalada atingiu 82,9% em setembro, com recuo mensal de 0,4% na série ajustada sazonalmente, e elevação de 3% no período de janeiro a setembro, relativamente ao verificado no mesmo período de 2003.

44. Indicadores do desempenho da indústria apontam recuo da produção fabril em outubro, considerando o ajuste sazonal. A expedição de papelão ondulado, a produção de aço bruto, o número de pedágios de caminhões pesados em rodovias e a produção de autoveículos registraram quedas no mês, considerando dados dessazonalizados. Ressalte-se que, apesar das taxas negativas em outubro, essas variáveis têm mostrado expressivo crescimento ao longo do ano, atingindo patamares historicamente elevados, quando não recordes, a exemplo da atividade industrial.

Mercado de trabalho

45. O índice de emprego formal cresceu 0,5% em setembro, ante o de agosto, após ajuste sazonal, e 6,2% comparativamente ao de setembro de 2003, de acordo com informações do MTE. No período de janeiro a setembro, houve expansão de 4,6% no emprego formal, tendo sido criados 1.666 mil empregos líquidos. A indústria de transformação tem liderado esse movimento, seguida da construção civil

e serviços. Os dados do MTE continuam mostrando que a expansão do emprego tem sido maior no interior do país do que nas regiões metropolitanas.

46. Segundo a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas do país, a taxa de desocupação atingiu 10,9% em setembro, ante 11,4% no mês anterior. O recuo mensal da taxa de desocupação refletiu os efeitos da expansão da atividade econômica sobre o mercado de trabalho, com aumento de 1% no número de pessoas ocupadas, superior à expansão de 0,5% da população economicamente ativa (PEA) no mês.

47. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual recebido pela população ocupada atingiu R\$910,10 em setembro, com acréscimo de 1,9% em relação ao observado no mês anterior. Em relação ao percebido em setembro do ano passado, o rendimento do trabalhador apresentou ganho nominal de 9,1%, equivalente em termos reais ao incremento de 3,2%, tendo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) como deflator.

48. No setor industrial, segundo os índices da CNI com ajuste sazonal, o pessoal empregado e a massa salarial real aumentaram respectivamente 0,8% e 0,9% em setembro, em relação aos dados do mês anterior. No período de janeiro a setembro, em relação ao mesmo período do ano anterior, a massa salarial real cresceu 8,5% e o pessoal empregado, 2,4%.

Crédito e inadimplência

49. O saldo das operações de crédito do sistema financeiro com recursos livres aumentou 2% em outubro. As carteiras destinadas a pessoas jurídicas com recursos domésticos registraram crescimento de 3,4% no mês, como reflexo, principalmente, do aumento sazonal da demanda no período. Em doze meses, esse segmento acumula expansão de 27,4%, repercutindo a atividade econômica mais intensa. As operações com recursos externos tiveram queda de 0,5% em outubro, mas acumulam crescimento de 10,4% no ano. O recuo está associado à apreciação cambial observada no mês e à liquidação de obrigações. Nas operações com pessoas físicas, o incremento de 1,9% em outubro e de 25,8% nos últimos doze meses, resultou, basicamente, do maior volume de operações na modalidade de crédito pessoal.

50. A taxa média de juros incidente sobre as operações de crédito com recursos livres registrou alta de 0,5 p.p. em outubro, situando-se em 45,6% a.a. O resultado decorreu do acréscimo de 0,7 p.p. na taxa média das operações com pessoas jurídicas, atingindo 31,1% a.a., enquanto a taxa média das operações com pessoas físicas permaneceu estável no mês, em 63,2% a.a.

51. Em relação à inadimplência no comércio, a taxa líquida calculada pela ACSP recuou de 4,4% em setembro para 4,1% em outubro. Na média do ano, até outubro, observou-se recuo de 10,6% na taxa de inadimplência em relação ao patamar verificado no mesmo período de 2003.

Ambiente externo

52. As cotações do petróleo bruto atingiram recorde histórico em 22 de outubro, quando o WTI e o Brent se situaram em US\$56,17 e US\$51,92, respectivamente. Desde então, os preços do petróleo vêm declinando paulatinamente, o que acena para menores riscos para o crescimento mundial. As bolsas de valores responderam favoravelmente a esse novo cenário, passando a se valorizar concomitantemente.

53. O déficit em transações correntes dos EUA continua influenciando a trajetória do dólar. Recentemente, a moeda norte-americana voltou a depreciar-se, levando a cotação do euro a ultrapassar o recorde histórico de US\$1,30. Ainda que em menor intensidade, os bancos centrais asiáticos mantiveram a política de intervenções no mercado de câmbio, tendo em vista a manutenção da competitividade de suas moedas nacionais. Assim, a depreciação do dólar permaneceu sendo absorvida principalmente pela moeda européia.

54. A escalada dos rendimentos dos *Treasuries* de 2 e de 10 anos, iniciada em abril, foi revertida em meados de junho, à medida que ficou mais nítida a estratégia do Fed de alta moderada das taxas de juros. Desde então, o rendimento dos *Treasuries* tem oscilado conforme a divulgação dos indicadores econômicos dos EUA e o desenrolar das tensões geopolíticas no Iraque. A compra de títulos norte-americanos pelos bancos centrais asiáticos tem ajudado a manter os *yields* em níveis relativamente contidos.

55. A taxa de crescimento do PIB dos EUA no terceiro trimestre contrariou previsões mais otimistas, mas mostrou que a economia norte-americana continua em expansão. No Japão, o crescimento real mantém-se já por seis trimestres consecutivos, embora se tenha desacelerado para apenas 0,3% no último trimestre. Ainda no Japão, a deflação não dá mostras consistentes de que venha a ser erradicada no futuro próximo, notadamente quando se observa o comportamento do deflator do PIB, muito embora os preços ao consumidor estejam no limiar da inflação. Na Área do Euro houve arrefecimento do crescimento no terceiro trimestre, para 1,2% em termos anualizados.

56. O Fed elevou a meta para os “*fed funds*” para 2% na última reunião, confirmando a estratégia de convergência moderada à taxa de juros de “equilíbrio”. Pressionada pelo preço do petróleo, a inflação norte-americana ao produtor teve alta anual de 4,4% em outubro; o núcleo do índice, contudo, evoluiu abaixo do ritmo anual de 2%. Na Área do Euro e no Reino Unido, os bancos centrais conservaram as taxas básicas em 2% e 4,75%, nessa ordem. No Reino Unido, a decisão do Banco da Inglaterra pode ter sido influenciada pela desaceleração do crescimento no terceiro trimestre, bem como pela primeira queda nos preços dos imóveis em três anos, em setembro.

Comércio exterior e reservas internacionais

57. Pelo sexto mês consecutivo, em outubro, o superávit da balança comercial brasileira situou-se em patamar acima de US\$3 bilhões, acumulando US\$28,1 bilhões no ano e US\$32,6 bilhões em doze meses. As exportações aumentaram 34,4% e as importações, 33,4%, comparativamente às médias diárias registradas em mesmo mês de 2003. A corrente de comércio somou US\$14,7 bilhões em outubro, acumulando US\$130,1 bilhões no período de janeiro a outubro e US\$151,1 bilhões em doze meses. Em novembro, nas duas primeiras semanas (nove dias úteis), o saldo comercial brasileiro continuou em ascensão, registrando US\$1,2 bilhão, com taxas de crescimento de 41% nas exportações e de 33,7% nas importações, comparativamente às médias observadas em novembro de 2003.

58. Em outubro, as exportações totalizaram US\$8,8 bilhões, mantendo-se em patamar próximo de US\$9 bilhões pelo quinto mês consecutivo. O valor das vendas externas de manufaturados somou US\$5,3 bilhões, as exportações de produtos básicos, US\$2,3 bilhões, e as de semimanufaturados, US\$1,1 bilhão. Além do aumento generalizado nas quantidades embarcadas, produtos importantes da pauta de exportação, tais como, siderúrgicos, petróleo, gasolina, alumínio bruto, carne suína, café, açúcar, algodão e fumo, entre outros, continuaram registrando elevação de preços externos. As importações atingiram o mais elevado valor do ano, US\$5,8 bilhões no mês. Houve crescimento nas aquisições de todas as categorias de produtos, comparativamente a outubro de 2003.

59. No final de outubro, as reservas, no conceito de liquidez internacional, situaram-se em US\$49,4 bilhões, e as reservas líquidas ajustadas, conforme definição constante do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), em US\$22,2 bilhões.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

60. No período posterior à reunião do Copom de outubro, os juros futuros para prazos até um ano subiram, reduzindo-se os referentes a prazos mais longos. Em consequência, diminuiu significativamente a inclinação da curva de juros. A elevação da meta da taxa Selic acima das expectativas de uma parcela dos analistas de mercado foi o principal determinante do aumento na parte curta da curva. Os juros de longo prazo, no entanto, não foram afetados da mesma forma, tendo mostrado maior sensibilidade à queda dos preços do petróleo, ao recuo do risco-país, à apreciação da moeda nacional, às operações nos mercados de derivativos por parte de investidores estrangeiros e à visão de que a política monetária possibilitará uma convergência mais rápida da inflação à sua trajetória de metas. Entre 20 de outubro e 17 de novembro, as taxas de juros de um mês, de seis meses e de 1 ano aumentaram, respectivamente, 0,71 p.p., 0,49 p.p. e 0,20 p.p., enquanto as taxas de 2 e 3 anos recuaram 0,12 p.p. e 0,26 p.p. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação para os próximos doze meses, atingiu 10,8%.

61. Devido à baixa demanda por proteção cambial, o vencimento de US\$656 milhões em instrumentos cambiais do dia 10, o único do período e do mês de novembro, não foi rolado pelo Banco Central, tal como ocorrera com os vencimentos dos dois meses anteriores. Assim, o resgate líquido de instrumentos cambiais acumulado em 2004, incluídos os vencimentos de juros, atingirá US\$28,2 bilhões ao final do mês.

62. No período entre as reuniões de outubro e novembro do Copom, a colocação líquida de LTN pelo Tesouro Nacional somou R\$9,7 bilhões, em quatro leilões de venda e dois de compra. No decorrer do período, o Tesouro alongou as emissões de LTN, substituindo os vencimentos de julho de 2005 e janeiro de 2006 por outubro de 2005 e julho de 2006. Realizaram-se também dois leilões de NTN-F com vencimento em janeiro de 2008, tendo colocado R\$169 milhões, e seis leilões, quatro de venda e dois de troca, de LFT com vencimento em 2005, 2006 e 2007. As vendas líquidas de LFT totalizaram R\$9,8 bilhões. No mesmo período, o Tesouro efetuou um leilão de compra e outro de venda, tanto de NTN-C quanto de NTN-B, com vendas líquidas de R\$363 milhões.

63. Nas suas intervenções no mercado aberto, o Banco Central efetuou, em duas ocasiões, um novo

tipo de operação, com o objetivo de reduzir a liquidez bancária a partir do início de 2005. Essa operação consistiu numa venda de LTN de vencimento em abril de 2005 conjugada a uma compra de LTN de vencimento em janeiro de 2005. O volume financeiro total dessas operações foi de R\$4,0 bilhões. As operações diárias de nivelamento da liquidez bancária, com prazo de dois dias úteis, bem como as operações compromissadas semanais prefixadas, com prazo de três meses, e pós-fixadas, com prazo de quatro semanas, foram mantidas pelo Banco Central no período. Além disso, foram feitas outras dezessete intervenções por meio de operações compromissadas, sendo quinze tomadoras de recursos *overnight*, uma tomadora de recursos por dois dias úteis e uma doadora *overnight*. No período, o excesso de liquidez bancária esterilizado pelas operações com prazo de até trinta dias alcançou a média de R\$30,1 bilhões, e, pelas operações com prazo de três meses, a média de R\$39,2 bilhões.

64. O estoque da dívida pública mobiliária federal interna elevou-se em 0,7% em outubro. Destaque-se que, em razão do resgate líquido de instrumentos cambiais, a parcela da dívida exposta à variação cambial voltou a registrar redução, passando de 12,3%, em setembro, para 11,2%, em outubro.

Medidas de política econômica

Medidas relacionadas ao sistema financeiro e ao mercado de crédito

Circular 3.253, de 30.8.2004 – Definiu critérios para aferição do cumprimento da exigibilidade de aplicação em operações de microfinanças. Refere-se à obrigatoriedade de que bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial, Caixa Econômica Federal e cooperativas de crédito direcionem, para aplicações em microcrédito, o mínimo de 2% da média dos saldos diários de depósitos à vista. Esse valor deve ser acrescido da média dos saldos diários das captações por depósitos interfinanceiros vinculados a operações de microfinanças apurados no período de cálculo, que compreende os doze meses anteriores ao mês imediatamente anterior ao da verificação do cumprimento da exigibilidade. Se os recursos assim apurados não forem aplicados em microfinanças, devem ser recolhidos ao Banco Central do Brasil, em espécie, não fazendo jus a qualquer remuneração.

Circular 3.256, de 2.9.2004 – Dispôs, entre outros assuntos, sobre a possibilidade de integração de aplicações em ações e em contratos referenciados em ações e índices de ações à conta-corrente de depósito para investimento. Para a realização dessas aplicações, facultou-se o lançamento a débito em conta-corrente de depósito para investimento, desde que seja mantido controle, em separado, pela instituição interveniente, dos valores mobiliários adquiridos por intermédio das contas-correntes de depósito à vista e de investimento. Anteriormente, as operações com os citados instrumentos, que não são tributadas pela Contribuição Provisória para Movimentação de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF), só podiam ser efetivadas mediante lançamento a débito na conta de depósitos à vista do titular.

Circular 3.257, de 8.9.2004 – Alterou a base de incidência do recolhimento compulsório e encaixe obrigatório sobre recursos à vista e da exigibilidade adicional. Refere-

se à inclusão da rubrica das contas-correntes de depósito para investimento na base de incidência dos compulsórios sobre depósitos à vista. Essas contas constituem base de cálculo do compulsório, pois sua finalidade é receber recursos da conta de depósitos à vista do titular para serem destinados exclusivamente a alguma modalidade de aplicação financeira.

Resolução 3.236, de 29.9.2004 – Manteve em 9,75% a.a. a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), a vigorar no quarto trimestre de 2004.

Circular 3.262, de 19.11.2004 – Flexibilizou as regras do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, estabelecendo uma faixa de isenção desse recolhimento. Do total da exigibilidade apurada, a instituição financeira recolheria somente a parcela que exceder a quantia de R\$300 milhões, a partir do período de cálculo de 8 a 12 de novembro de 2004. O compulsório sobre depósitos a prazo permaneceu sendo apurado pela aplicação da alíquota de 15% aos valores da base de cálculo, conforme Circular 3.127, de 14.6.2002.

Medida Provisória 226, de 29.11.2004 – Instituiu, no âmbito do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), o Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado (PNMPO), com o objetivo de incentivar a geração de trabalho e de renda entre os microempreendedores populares. O microcrédito produtivo orientado foi definido como aquele concedido a pessoas físicas e jurídicas, empreendedoras de atividades produtivas de pequeno porte, utilizando-se metodologia baseada no relacionamento direto do agente de crédito com o microempreendedor no local da atividade. Para essa finalidade, o atendimento ao tomador final dos recursos deve ser realizado por agentes especializados para fazer o diagnóstico socioeconômico e prestar orientação educativa sobre a gestão do negócio, com vistas às necessidades financeiras para o desenvolvimento sustentável do empreendimento. Os recursos do Programa seriam oriundos da exigibilidade bancária, no montante de 2% dos depósitos à vista das instituições bancárias, e do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT). Assinale-se que o limite do crédito por cliente – hoje definido em R\$1.000,00 pela Lei 10.735, de 11.9.2003 – foi revogado, atribuindo-se competência ao Conselho Monetário Nacional (CMN) para estabelecer o valor máximo para as operações referenciadas em exigibilidade bancária.

Medidas de política fiscal

Medida Provisória 219, de 30.9.2004 – Adotou medidas de incentivo a investimentos em máquinas, aparelhos, instrumentos e equipamentos novos, com vistas a estimular a expansão e a renovação do parque industrial, para atender o crescimento da demanda interna e incentivar a indústria de bens de capital. Entre as providências adotadas, cabe assinalar:

- a) redução, de quatro para dois anos, no prazo de dedução da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e do Programa de Integração Social/Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) (sob a forma de créditos tributários compensáveis) que incidirem sobre a aquisição de máquinas e equipamentos no período de 1º.10.2004 a 31.12.2005;
- b) permissão para que o período de depreciação de tais equipamentos seja realizado em quatro anos (atualmente o prazo é de dez anos), devendo o valor apurado ser deduzido da Contribuição sobre o Lucro Líquido (CSLL).

Segundo estimativas do governo federal, a perda de arrecadação com a Cofins e com o PIS/Pasep será de R\$200 milhões em 2004 e de R\$1,2 bilhão/ano a partir de 2005. Todavia, essa perda será compensada pelo aumento de arrecadação que já vem sendo observado e que resultou da ampliação da base de cálculo dos tributos e das mudanças já implementadas na legislação tributária. Por sua vez, a perda de arrecadação com a CSLL foi estimada em R\$500 milhões/ano entre 2005 e 2009, que serão recuperados por um aumento de receita, da mesma ordem, nos exercícios de 2010 a 2014.

Medida Provisória 222, de 4.10.2004 – Autorizou o Poder Executivo a criar a Secretaria da Receita Previdenciária (SRP), na estrutura do Ministério da Previdência Social. O principal objetivo da medida é conferir maior agilidade e eficiência na arrecadação previdenciária. Com a criação da Secretaria, o Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) passará a se dedicar mais intensamente às atividades de prestação de serviços aos beneficiários da previdência social, concentrando esforços na melhoria do atendimento ao cidadão e no aperfeiçoamento do sistema de concessão, manutenção e pagamento dos benefícios. Com o ganho de eficiência do novo modelo de arrecadação, o governo espera arrecadar, adicionalmente, R\$2 bilhões por ano.

Medida Provisória 226, de 29.11.2004 – Instituiu, no âmbito do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), o Programa Nacional de Microcrédito Produtivo Orientado (PNMPO), com o objetivo de incentivar a geração de trabalho e renda entre os microempreendedores populares. A finalidade específica do PNMPO é disponibilizar recursos para o atendimento das necessidades financeiras de pessoas físicas e jurídicas empreendedoras de atividades produtivas de pequeno porte, com renda anual de até R\$60 mil.

Medidas relacionadas ao setor externo

Circular Secex 54, de 30.8.2004 (DOU 1º.9.2004) – Tornou público que se encontram disponíveis no *site* do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC) informações sobre as consolidações tarifárias do Brasil na Organização Mundial do Comércio (OMC), tanto na versão do SH-1996 quanto da versão em análise do SH-2002.

Comunicado Bacen 12.523, de 20.9.2004 – Informou o procedimento para liquidação antecipada de obrigações relativas a operações de crédito externo e arrendamento mercantil registradas no sistema Registro Declaratório Eletrônico, módulo Registro de Operações Financeiras (ROF).

Circular Bacen 3.258, de 17.9.2004 – Estabeleceu condições para antecipação de pagamento de operações registradas ao amparo das Circulares 2.731, de 13.12.1996 (Instituiu e regulamentou o registro declaratório eletrônico de operações financeiras, módulo Registro de Operação Financeira – ROF), 2.816, de 15.4.1998 e 3.027, de 22.2.2001, e da Carta-Circular 2.795, de 15.4.1998. O vencimento de obrigações relativas às operações relacionadas no artigo primeiro da referida Resolução, amparadas pela Circulares 2.731, de 13.12.1996, 2.816, de 15.4.1998 e 3.027, de 22.2.2001, pela Carta-Circular 2.795, de 15.4.1998 e seus respectivos regulamentos anexos, devem ser informadas, com antecedência mínima de 30 (trinta) dias, no Módulo Registro de Operações Financeiras (ROF) do Sistema Registro Declaratório Eletrônico (RDE), do Sisbacen.

Medida Provisória 219, de 30.9.2004 (DOU 1º.10.2004) – Dispôs sobre o desconto de crédito na apuração da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e da Contribuição para o PIS/Pasep e Cofins não cumulativas, e dá outras providências.

Resolução Bacen 3.237, de 30.9.2004 – Alterou e consolidou as condições do “Proagro Mais”, constituído pela Resolução 3.234, de 2004.

Resolução Bacen 3.238, de 30.9.2004 – Definiu condições para concessão de crédito destinado ao financiamento de estocagem de café do período agrícola 2003/2004.

Resolução Bacen 3.239, de 30.9.2004 – Dispôs sobre alterações nas linhas de crédito destinadas ao financiamento das despesas com estocagem de café do ano agrícola 2003/2004 e de custeio da safra 2004/2005, ao amparo de recursos do Funcafé e nos créditos destinados ao financiamento de estocagem de café do ano agrícola 2003/2004, ao amparo de recursos equalizados pelo Tesouro Nacional para o Plano Safra 2004/2005.

Medida Provisória 221, de 1º.10.2004 (DOU 4.10.2004) – Dispôs sobre o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e o *Warrant* Agropecuário (WA), deu nova redação a dispositivos das Leis nos 9.973, de 29.5.2000, que dispôs sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27.5.1992, que dispôs sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, e 9.514, de 20.11.1997, que dispôs sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e instituiu a alienação fiduciária de coisa imóvel, e alterou a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei 7.940, de 20.12.1989.

Instrução Normativa SRF 455, de 5.10.2004, retificação no DOU 13.10.2004 – Estabeleceu procedimentos de habilitação para operação no Sistema Integrado de Comércio Exterior (Siscomex) e credenciamento de representantes de pessoas físicas e jurídicas para a prática de atividades relacionadas ao despacho aduaneiro e revogou as Instruções Normativas 286/2003 e 332/2003.

Resoluções Camex 26, de 5.10.2004 (DOU 11.10.2004) e 33 de 25.11.2004 (DOU 29.11.2004) – Alteraram para 2% (dois por cento), até de 31 de dezembro de 2006, as alíquotas *ad valorem* do Imposto de Importação incidentes sobre Bens de Capital, da lista anexa, na condição de ex-tarifários, e adotaram outras providências.

Medida Provisória 223, de 14.10.2004 (DOU 15.10.2004) – Estabeleceu normas para o plantio e comercialização da produção de soja da safra de 2005 e deu outras providências.

Decreto 5.250, de 21.10.2004 (DOU 22.10.2004) – Regulamentou o artigo terceiro da Medida Provisória 223, de 14.10.2004, que estabeleceu normas para o plantio e comercialização da produção de soja da safra de 2005 e dá outras providências.

Portaria STN 555, de 25.10.2004 (DOU 26.10.2004) – Autorizou a emissão de Notas do Tesouro Nacional – Série I (NTN-I), no valor de R\$12.057.774,07 (doze milhões, cinquenta e sete mil, setecentos e setenta e quatro reais e sete centavos), referenciada a 15/10/2004, a serem utilizadas no pagamento de equalização das taxas de juros dos financiamentos à exportação de bens e serviços brasileiros amparados pelo Proex.

Resolução Bacen 3.240, de 28.10.2004 – Dispôs sobre o reembolso dos financiamentos de custeio de soja, safra 2004/2005, ao amparo de recursos controlados do crédito rural.

Lei 10.964, de 28.10.2004 (DOU 29.10.2004) – Deu nova redação a dispositivos das Leis 8.010, de 29.3.1990, e 8.032, de 12.4.1990, para estender a cientistas e pesquisadores a isenção tributária relativa a bens destinados à pesquisa científica e tecnológica; e facultou a inscrição no Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e das Empresas de Pequeno Porte (Simples), das pessoas jurídicas que especifica. Conversão em Lei da da Medida Provisória 191, de 11.6.2004.

Portaria Mapa 271, de 4.11.2004 (DOU 5.11.2004) – Estabeleceu a cota para a exportação de açúcar com destino ao mercado norte-americano, referente ao período de 1º.10.2004 a 30.9.2005, e revogou a Portaria 224/2004.

Circular Secex 72, de 4.11.2004 (DOU 8.11.2004) – Distribuiu, entre as empresas que especifica, a cota de 5.500 automóveis e veículos comerciais leves até 1.500 kg de capacidade de carga, contempladas com o benefício de 100% de preferência tarifária, nas exportações do Brasil para o Uruguai.

Lei 10.966, de 9.11.2004 (DOU 9.11.2004) – Autorizou a União a prestar auxílio financeiro aos Estados, ao distrito Federal e aos municípios, com o objetivo de fomentar as exportações do País. Conversão em Lei da Medida Provisória 193, de 24.6.2004.

Decreto 5.268, de 9.11.2004 (DOU 10.11.2004)

– Deu nova redação ao artigo 172 do Decreto 4.543, de 26.12.2002, que regulamenta a administração das atividades aduaneiras, e a fiscalização, o controle e a tributação das operações de comércio exterior, e ao art. 4º do Decreto 5.171, de 6.8.2004, que regulamenta os §§ 10 e 12 do art. 8º e o inciso IV do art. 28 da Lei 10.865, de 30.4.2004, que dispôs sobre a Contribuição para o PIS/Pasep-Importação e a Cofins-Importação, e deu outras providências.

Portaria Secex 14, de 17.11.2004 (DOU 23.11.2004) – Consolidou as disposições regulamentares das operações de importação e do regime aduaneiro especial e de *drawback*. Revogou a Portaria Secex 11, de 25.8.2004.

Resolução Bacen 3.245, de 25.11.2004 – Alterou a Resolução 2.689, de 2000, que dispôs sobre aplicações de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais. A vedação da utilização dos recursos ingressos no País ao amparo desta norma passou também a excluir a hipótese de transação judicial e de negociação de ações vinculadas a acordos de acionistas.

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

Paulo Sérgio Cavalheiro
Diretor

Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros

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

Paulo Sérgio Cavalheiro
Diretor

Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
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
ABPO	Associação Brasileira do Papelão Ondulado
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
ANP	Agência Nacional do Petróleo
BM&F	Bolsa de Mercadorias & Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESp	BNDES Participações S. A.
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
Bradies	Bônus da dívida externa renegociada
CAC	<i>Cotation Assistée en Continue</i>
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Conab	Companhia Nacional de Abastecimento
Copom	Comitê de Política Monetária
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
Depec	Departamento Econômico
DI	Depósito Interfinanceiro
Dieese	Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos
DJIA	<i>Dow Jones Industrial Average</i>
DLSP	Dívida líquida do setor público
Embi+	<i>Emerging Market Bond Index Plus</i>
EUA	Estados Unidos da América
Fecomercio RJ	Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro
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
FITVM	Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários
FMI	Fundo Monetário Internacional
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>

Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central do Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
Ibre	Instituto Brasileiro de Economia
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
Icea	Índice das Condições Econômicas Atuais
Icei	Índice Conjuntural de Emprego Industrial
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IE C	Índice de Expectativas do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
IIF	<i>Institute of International Finance</i>
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA-EP	Índice de Preços por Atacado segundo Estágios de Processamento
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-Br	Índice de Preços ao Consumidor – Brasil
LGN	Líquidos de gás natural
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
LTN	Letras do Tesouro Nacional
Mapa	Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento
Moderfrota	Programa de Modernização da Frota de Tratores Agrícolas e Implementos Associados e Colheitadeiras
MPC	<i>Monetary Policy Committee</i>
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
Nasdaq	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation</i>
NBCE	Nota do Banco Central do Brasil – Série Especial
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
NTN-C	Nota do Tesouro Nacional – Série C
NTN-D	Nota do Tesouro Nacional – Série D
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
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SPC	Serviço Central de Proteção ao Crédito
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
VARs	Vetores Auto-Regressivos