

Sumário executivo

A atividade econômica apresentou arrefecimento no terceiro trimestre de 2005, revertendo o desempenho favorável registrado no trimestre anterior. O descompasso entre a trajetória da produção industrial e a evolução dos indicadores de vendas, de emprego e de investimento sugere a ocorrência de um ajuste importante de estoques, refletindo em parte os efeitos do ciclo de elevação da taxa de juros básica implementado desde setembro de 2004 para reverter a trajetória de aceleração da inflação, que atingiu 8,1% em doze meses em abril de 2005. A atividade no trimestre também foi afetada negativamente pela queda na produção agropecuária, em intensidade superior à antecipada pelos analistas, refletindo os impactos de condições climáticas desfavoráveis, e pela retração na confiança de consumidores e empresários, associada às incertezas no cenário doméstico. Tendo em vista a continuidade do crescimento do emprego, o aumento progressivo da massa salarial real, o reequilíbrio dos estoques no setor produtivo e os efeitos da flexibilização em curso na política monetária, antecipa-se um cenário de aceleração do ritmo de crescimento da economia no quarto trimestre de 2005, num processo que deverá ter continuidade em 2006, com a economia brasileira avançando na consolidação das bases de uma trajetória de crescimento sustentado no médio prazo.

A despeito da elevada inércia dos itens administrados por contrato e monitorados, a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em 2005 deverá reduzir-se em aproximadamente dois pontos percentuais em relação à registrada em 2004, no terceiro ano consecutivo com inflação descendente e segundo ano sucessivo de cumprimento das metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). O recuo da inflação foi mais significativo quando medido pelos índices gerais de preços, que, a despeito de repercutirem mais intensamente a elevação dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, foram beneficiados pela apreciação cambial.

Os resultados do ciclo de aumento da taxa de juros, iniciado em 2004, criaram condições propícias a uma maior

convergência das expectativas de inflação futura para as metas de inflação, o que permitiu, juntamente com outros fatores, que o Comitê de Política Monetária (Copom) decidisse pela continuidade, no último trimestre do ano, do processo de redução das taxas de juros iniciado no fim do trimestre anterior. A convergência da trajetória da inflação para as metas e a consolidação de um cenário de estabilidade econômica contribuirão para a manutenção do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos, abrindo caminho para taxas de juros reais menores.

A redução nas taxas de juros registrada no trimestre encerrado em novembro refletiu decréscimos no custo dos empréstimos, tanto no segmento de pessoas físicas como no de pessoas jurídicas. No segmento de pessoas físicas, o recuo foi influenciado, principalmente, pelas reduções no custo das operações de crédito pessoal e de financiamento de veículos, enquanto a evolução das taxas no segmento de pessoas jurídicas foi determinada, em parte, pelas reduções nas taxas dos contratos pactuados com juros prefixados e com juros flutuantes.

A política fiscal continua sendo conduzida de forma responsável, garantindo a sustentabilidade das contas públicas. O resultado fiscal no conceito primário, favorável para todos os níveis do setor público, indica o cumprimento das metas traçadas para 2005 e a viabilidade das metas já estabelecidas para 2006. A queda nos juros e o maior crescimento esperados para 2006 sinalizam perspectivas mais favoráveis para a diminuição das necessidades de financiamento e manutenção da trajetória de queda da relação dívida/Produto Interno Bruto (PIB).

A evolução positiva da balança comercial permanece como principal fator de sustentação dos bons resultados no setor externo. A expansão do superávit comercial verificada em 2005, a expectativa de manutenção do saldo positivo em patamar confortável para 2006 e o ingresso consistente de investimento estrangeiro direto compõem o ambiente de financiamento estável e de qualidade ao Balanço de Pagamentos. A análise dos indicadores de sustentabilidade, influenciados tanto pela elevação das exportações quanto das reservas internacionais, reflete o processo estrutural de fortalecimento do Balanço de Pagamentos brasileiro.

Após oito anos, o prêmio de risco-Brasil registrou novo mínimo histórico em dezembro, refletindo a melhora consistente nos fundamentos da economia brasileira,

especialmente os fortes superávits comerciais, aliados à geração de superávits primários adequados e à redução consistente da inflação, que contribuíram sobremaneira para suavizar os efeitos de choques externos adversos sobre a economia doméstica. A melhora significativa dos fundamentos macroeconômicos no período recente possibilitou antecipar para o fim de 2005 o pagamento do total do saldo de 10,789 bilhões de Direitos Especiais de Saque (DES) – aproximadamente US\$15,5 bilhões – referentes ao empréstimo tomado pelo país junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI), cujo cronograma original de pagamento previa amortizações até 2008.

Para 2006, apesar da redução prevista para o saldo comercial, projeta-se novo superávit em transações correntes. Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos deverão permanecer estáveis e os investimentos líquidos em ações poderão apresentar ligeira redução. As taxas de rolagem para o endividamento privado de médio e longo prazos foram estimadas, assim como para 2005, em 70%. Sob essas hipóteses, e tendo em conta a contratação em mercado pelo Tesouro Nacional da totalidade do serviço da dívida externa de sua responsabilidade, incluindo a antecipação de pagamento ao Clube de Paris, o mercado cambial continuará superavitário, permitindo a constituição de US\$11 bilhões de ativos no exterior pelo setor bancário. As reservas internacionais estimadas para o final de 2006 deverão apresentar elevação de US\$6,7 bilhões. Dessa maneira, não deverão ocorrer dificuldades no financiamento do setor externo.

Após a desaceleração forte e pouco usual registrada no trimestre junho-agosto, a partir de setembro a inflação medida pelo IPCA, previsivelmente, voltou a subir. A mudança de patamar se deveu, em grande parte, ao esgotamento do processo de declínio dos preços agrícolas e ao reajuste nos preços dos combustíveis ocorrido em setembro, evento há muito antecipado pelos analistas. A inflação medida pelo IPCA em 2005 atingiu 5,31% até novembro. No acumulado de doze meses, a inflação situou-se em 6,22%. Os núcleos do IPCA, que no trimestre julho-setembro haviam alcançado seus menores valores no passado recente, previsivelmente se elevaram a partir de outubro. Por outro lado, considerando-se valores acumulados em doze meses, os núcleos seguem trajetória descendente desde maio. Os dados sugerem que as medidas de inflação subjacente podem estar se acomodando em um patamar mais compatível com a trajetória de metas para a inflação.

Os cenários de referência e de mercado apontam atualmente para uma inflação de 5,7% para 2005, 0,7 p.p. e 0,5 p.p. acima dos respectivos valores projetados em setembro em cada um desses cenários. Essa elevação nos horizontes mais curtos deve-se, sobretudo, aos resultados desfavoráveis e não antecipados da inflação no período outubro-novembro. Segundo o cenário de referência, a inflação alcançaria 3,8% em 2006 e 3,6% em 2007. Projeta-se, segundo o cenário de mercado, inflação de 4,9% em 2006 e de 5,3% em 2007. Em comparação ao Relatório anterior, a projeção para a inflação acumulada em 2006 foi elevada em apenas 0,3 p.p. no cenário de referência e 0,1 p.p. no cenário de mercado. Para essa menor elevação no cenário de referência em 2006 contribuíram a apreciação da taxa de câmbio, o menor ritmo de crescimento da atividade econômica em 2005 e a redução nas projeções de preços administrados para o ano, que em larga medida compensaram os efeitos sobre a inflação projetada da menor taxa de juros considerada e da inércia associada à maior inflação verificada no quarto trimestre. Exceto pela taxa de câmbio, que apresenta depreciação superior à esperada no Relatório de setembro para 2006, os mesmos fatores explicam a pequena elevação observada na projeção de inflação segundo o cenário de mercado.

De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2005 é de 2,6%, 0,8 p.p. menor do que o projetado no “Relatório de Inflação” de setembro, em função da desaceleração do ritmo de crescimento verificada no terceiro trimestre. Para 2006, prevê-se crescimento de 4,0%.