

Relatório de Inflação



Setembro 2006

Volume 8 – Número 3

Relatório de Inflação



Setembro 2006
Volume 8 – Número 3

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-mail: depec@bcb.gov.br)

Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

(E-mail: conep.depep@bcb.gov.br)

Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)

(E-mail: gerin@bcb.gov.br)

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, Volume 8, n. 3.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil
Secre/Surel/Dimep
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – M1
Caixa Postal 8.670
70074-900 Brasília – DF
Telefones: (61) 3414-3710 e 3414-3567
Fax: (61) 3414-3626
E-mail: editor@bcb.gov.br

Tiragem: 810 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 Atendimento ao Público

Endereço: Secre/Surel/Diate
Edifício-Sede – 2º subsolo
SBS – Quadra 3 – Zona Central
70074-900 Brasília – DF
DDG: 0800 9792345
Fax: (61) 3414-2553
Internet: <http://www.bcb.gov.br>

Índice

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	13
1.1 Vendas no varejo	13
1.2 Produção	16
Agropecuária	16
Lavoura	16
Pecuária	17
1.3 Produção industrial	18
1.4 Mercado de trabalho	26
Emprego	26
Rendimentos	27
1.5 Produto Interno Bruto	31
1.6 Investimentos	35
1.7 Conclusão	37
Preços	39
2.1 Índices gerais	39
2.2 Índices de preços ao consumidor	40
Índice de Preços ao Consumidor Amplo	40
2.3 Preços monitorados	45
2.4 Núcleo de inflação	45
2.5 Expectativas de mercado	46
2.6 Conclusão	48
Políticas creditícia, monetária e fiscal	49
3.1 Crédito	49
Operações de crédito com recursos direcionados	50
Operações de crédito com recursos livres	52
3.2 Agregados monetários	54
Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto	55
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	56
Mercado de capitais	57

Aplicações financeiras _____	58
3.3 Política fiscal _____	59
Necessidades de Financiamento do Setor Público _____	59
Dívida mobiliária federal _____	63
Dívida Líquida do Setor Público _____	63
3.4 Conclusão _____	64

Economia internacional **67**

4.1 Atividade econômica _____	67
4.2 Política monetária e inflação _____	69
4.3 Mercados financeiros internacionais _____	71
4.4 Comércio mundial _____	73
4.4.1 <i>Commodities</i> _____	74
4.4.1.1 Petróleo _____	74
4.5 Conclusão _____	75

Setor externo **77**

5.1 Movimento de câmbio _____	78
5.2 Comércio de bens _____	79
5.3 Serviços e renda _____	89
5.4 Conta financeira _____	91
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa _____	98
5.6 Conclusão _____	99

Perspectivas para a inflação **105**

6.1 Determinantes da inflação _____	106
6.2 Cenário principal: pressupostos e riscos associados _____	114
6.3 Previsão de inflação _____	120

Boxes

Desconcentração Regional da Produção da Indústria de Transformação _____	19
Evolução Recente do Emprego e Desemprego: Regiões Metropolitanas e Interior _____	28
Estimativa do PIB em 2006 _____	32
Preços de Itens não Comercializáveis – Evolução Recente _____	41
Impactos do Setor Petrolífero na Economia Brasileira _____	82
Investimentos Brasileiros Diretos no Exterior _____	92
Projeções do Balanço de Pagamentos _____	101
A Transmissão da Taxa Básica para as Taxas de Juros Bancárias _____	124
Conteúdo Informativo dos <i>Spreads</i> de Taxa de Juros _____	127
Estrutura a Termo e Efetividade da Política Monetária _____	130

Anexo **135**

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 é centrada 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 podem 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

A atividade econômica seguiu em expansão no segundo trimestre deste ano e no início do terceiro, mantendo a tendência delineada desde 2003, em ritmo compatível com o processo de consolidação da estabilidade de preços. A demanda interna, novamente, respondeu pelo dinamismo do nível de atividade, registrando-se elevação tanto dos indicadores de consumo, favorecidos pelo crescimento da massa salarial real e pela melhoria das condições de crédito, quanto dos relativos a investimentos, em sintonia com a melhora dos fundamentos econômicos, consubstanciada, por exemplo, na redução consistente do risco-país.

Os indicadores do mercado de trabalho têm registrado expansão da ocupação e estabilidade da taxa de desemprego, a despeito do crescimento da população economicamente ativa, com desdobramentos favoráveis sobre o nível de rendimento real. Ressalte-se que a melhora nas condições do mercado de trabalho, a exemplo do aumento na remuneração e na geração de vagas, tende a estimular a procura por emprego, reduzindo o número de desalentados, comportamento que é típico de fases de expansão econômica. A massa salarial real, calculada como o produto do rendimento médio real habitualmente recebido pelo número de trabalhadores ocupados, cresceu substanciais 6,2% nos oito primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior.

As operações de crédito do sistema financeiro mantiveram trajetória de crescimento no trimestre encerrado em agosto, ainda que com intensidade menos acentuada do que em períodos anteriores. Nesse contexto, a demanda por financiamentos de parte das famílias, particularmente no que se refere ao crédito livre, manteve-se sustentada pelas operações de crédito consignado e de financiamento para aquisição de veículos. Ao mesmo tempo, cabe destacar a ampliação do crédito habitacional, em parte devida à introdução de avanços institucionais nos últimos dois anos.

Em relação ao crédito contratado pelas empresas, ao lado da maior estabilidade na demanda por modalidades lastreadas em recursos externos, em cenário de liquidez internacional ainda bastante favorável, o crescimento continuou essencialmente sendo determinado pelas operações com recursos domésticos, principalmente na modalidade de capital de giro. Nesse segmento, destaca-se a crescente participação de pequenas e médias empresas no total do crédito bancário, ao mesmo tempo em que as grandes empresas intensificam o acesso a fontes alternativas de recursos, onde prevalecem novos lançamentos de debêntures e emissões primárias de ações.

Os resultados do setor público em 2006, mesmo situando-se em níveis inferiores aos obtidos em 2005, indicam a continuidade da política de austeridade fiscal e a viabilidade do cumprimento das metas fixadas para o ano. As perspectivas de incorporação, mais ampla no futuro próximo, dos efeitos da flexibilização já ocorrida na política monetária, em conjunto com a manutenção das metas estabelecidas para o resultado primário, criam condições para a queda mais acelerada da relação entre a dívida pública e o Produto Interno Bruto (PIB).

As projeções para o saldo comercial em 2006 sugerem perspectivas positivas para o balanço de pagamentos, com expectativa de continuidade na obtenção de superávits em transações correntes. A manutenção de vultosos saldos comerciais tem sido mais do que suficiente para compensar possíveis aumentos de remessas, devido à expansão das despesas com viagens internacionais e com pagamentos de lucros e dividendos, em parte reflexo da apreciação nominal do câmbio. Não obstante o nível confortável, a trajetória do superávit comercial deverá refletir o crescimento das importações em patamar superior ao das exportações, um desdobramento longamente antecipado.

Nos primeiros oito meses do ano, a balança comercial registrou superávit de US\$29,7 bilhões. Mesmo com a elevação das remessas líquidas nas contas de serviços e de rendas, o superávit em transações correntes observado de janeiro a agosto de 2006 permitiu que a sua projeção para o ano fosse ampliada de US\$8,8 bilhões para US\$11,9 bilhões.

O comportamento das contas externas permitirá que se encerre 2006 com um nível de reservas internacionais superior ao de 2005, não obstante as antecipações de pagamentos ao Clube de Paris e de títulos de emissão da República, proporcionando forte redução da dívida externa. Dois fatores contribuíram decisivamente para a

elevação das reservas, quais sejam, as compras líquidas de US\$23,4 bilhões no mercado doméstico de câmbio e as liquidações de US\$10,4 bilhões de compromissos externos do Tesouro Nacional, com recursos obtidos em mercado, poupando as reservas internacionais. Simultaneamente, a elevação do estoque de reservas internacionais gerou a aceleração das receitas de juros.

A manutenção de elevados superávits comerciais e dos atuais níveis de reservas internacionais, a redução do estoque de endividamento externo de curto prazo e os fluxos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IEDs) constituem variáveis que têm fortalecido a liquidez da economia brasileira. Essa avaliação é suportada, por exemplo, pelo fluxo positivo registrado no mercado de câmbio contratado, nos oito primeiros meses do ano, que continua indicando a observância de um cenário externo confortável e com oferta de recursos suficientes para não comprometer as condições de financiamento do País no futuro próximo.

O comportamento dos preços nos últimos meses, bem como as expectativas quanto à sua evolução, evidenciam que parcela das incertezas relativas à trajetória da inflação está sendo progressivamente dissipada. Essa evolução deve ser atribuída, fundamentalmente, à ação da política monetária, ainda que seja possível identificar, no comportamento recente dos preços, fatores pontuais relacionados às condições de oferta. Para os próximos meses, não se vislumbram pressões generalizadas sobre preços, sejam de ordem inercial ou relacionadas à recuperação de margens, o que contribui para consolidar as expectativas de que a inflação continue evoluindo de acordo com a trajetória de metas fixada para 2006, 2007 e 2008.

A redução consistente da inflação, os vultosos e persistentes superávits comerciais, a geração de superávits primários adequados, a recomposição das reservas internacionais, a melhora do perfil da dívida pública interna e a recompra de títulos soberanos no mercado internacional têm tornado a economia brasileira mais resistente a choques. De fato, é importante destacar as limitadas repercussões internas do cenário externo menos favorável observado ao longo dos últimos meses, em especial no que se refere ao aumento do grau de aversão ao risco e da menor liquidez externa. Esse aumento da resistência a choques refletiu-se, sobretudo, na constatação de que a economia doméstica tem mantido sua trajetória de crescimento em meio ao longo processo de ajuste das taxas de juros nos Estados Unidos da América (EUA), ao

qual se juntaram a Área do Euro e o Japão. Dessa forma, e considerando ainda a redução de incertezas registrada desde a publicação do último “Relatório de Inflação”, o Comitê de Política Monetária (Copom) continua atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais, isto é, suficiente para comprometer as condições de financiamento do balanço de pagamentos.

A previsão central associada ao cenário de referência indica desaceleração da variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulada em doze meses, partindo de 3,80% no terceiro trimestre de 2006, até atingir 3,40% no último trimestre, abaixo, portanto, do valor central da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Assim, permanece a tendência declinante da inflação, iniciada no segundo trimestre de 2005. De acordo com as estimativas realizadas, praticamente se anulou a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância de 2 p.p., para a meta de inflação de 2006. A trajetória esperada para a inflação medida pelo IPCA em 2007 está ligeiramente acima da apresentada no último Relatório. Essencialmente, esse resultado decorre do fato de a taxa Selic, nos exercícios de projeção ora apresentados, ser 100 p.b. inferior à considerada no Relatório anterior. Todavia, mesmo com esse patamar mais elevado, o valor de 4,30% projetado para a inflação acumulada em 2007 continua sendo inferior ao valor central da meta fixada pelo CMN para o período.

As projeções associadas ao cenário de mercado indicam que 2006 terminaria com uma inflação acumulada de 3,50%, abaixo, portanto, do valor central da meta estabelecida pelo CMN. Na comparação com o cenário de referência, os valores mais elevados devem-se principalmente às expectativas dos analistas de depreciação cambial até o final de 2006. De acordo com o cenário de mercado, a redução na projeção de inflação para 2006, relativamente ao valor constante do último “Relatório de Inflação”, implicou redução da probabilidade de descumprimento da meta de inflação para 2006, que praticamente se anulou. A projeção de inflação para 2007 permanece igual ao valor estimado em junho (5,20%), acima, portanto, do valor central da meta estabelecida pelo CMN.

É importante observar que, após o substancial esforço de desinflação empreendido nos últimos anos, é natural e consistente com a experiência internacional que a taxa de inflação efetiva gravite em torno do valor central da meta. Dentro dessa nova realidade, o valor central da meta

passa efetivamente a funcionar como ponto de referência para o processo de formação de expectativas, e não, como aparentemente funcionou por algum tempo, apenas como limite inferior para o espectro dessas expectativas.

De acordo com o cenário de referência, a projeção para o crescimento do PIB em 2006 se encontra em 3,50%, 0,5 p.p. menor que o projetado no “Relatório de Inflação” de junho, em função da desaceleração do crescimento da atividade econômica no segundo trimestre, em ritmo maior do que então se antecipava.

Fatores condicionantes da demanda interna seguiram determinando a expansão da atividade econômica no segundo e no início do terceiro trimestre do ano. Nesse sentido, a ampliação dos rendimentos reais, favorecida pelo contexto benigno da inflação, o crescimento do emprego, o aumento das concessões de crédito, a flexibilização da política monetária e a evolução favorável dos indicadores de risco-país têm-se refletido na evolução crescente do consumo das famílias e dos investimentos privados – a despeito, nesse caso, da retração à margem observada recentemente. Em relação à demanda externa, segue-se registrando acomodação na expansão das vendas e aceleração das importações.

Do ponto de vista da oferta, a atividade agropecuária mostrou recuperação, após a desaceleração observada no final de 2005 e no primeiro trimestre deste ano, e delinea perspectivas favoráveis, amparadas nas estimativas para a safra. A produção industrial manteve-se em patamar elevado e, a despeito disso, apresenta margens relativamente confortáveis nos níveis de utilização da capacidade instalada. Deve-se destacar, ainda, o desempenho positivo apresentado pela construção civil, setor que se tem favorecido, entre outros fatores, das medidas de estímulo ao crédito habitacional.

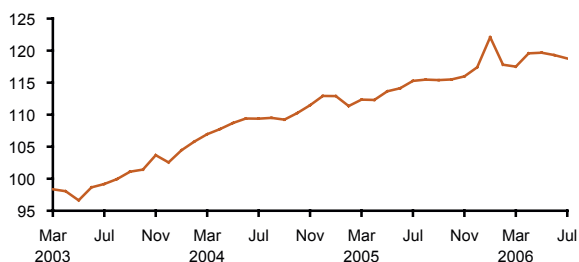
1.1 Vendas no varejo

A evolução dos indicadores do comércio varejista no segundo trimestre deste ano indica a manutenção da tendência de crescimento verificada desde meados de 2003. A continuidade da expansão das vendas tanto de bens de consumo duráveis como de não duráveis reflete, principalmente, a consistente ampliação da renda real e as melhores condições de crédito, com redução das taxas de juros e ampliação dos prazos dos empréstimos.

O Índice de Volume de Vendas no Varejo, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE),

Gráfico 1.1 – Índice de Volume de Vendas no Varejo – Total

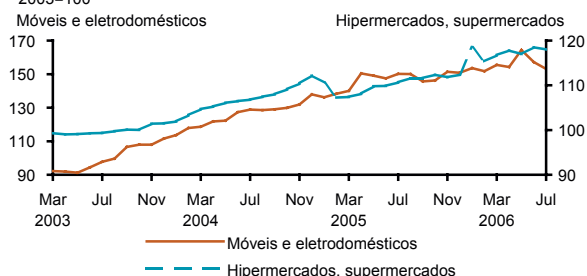
Dados dessazonalizados
2003=100



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2 – Índice de Volume de Vendas no Varejo

Dados dessazonalizados
2003=100

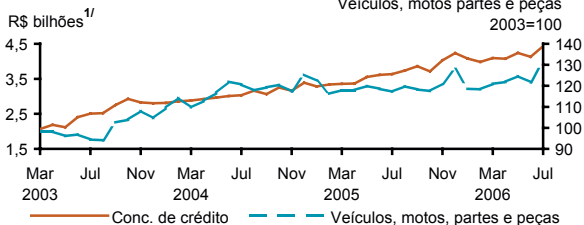


Fonte: IBGE

Gráfico 1.3 – Índice de Volume de Vendas no Varejo e concessões de crédito

Dados dessazonalizados

Concessões de crédito



Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

1/ Operações de crédito a pessoa física com recursos livres, para aquisição de veículos, a preços de maio de 2006.

Tabela 1.1 – Índice de vendas no varejo – Brasil

Julho de 2006

Discriminação	Variação % acumulada no ano		
	Receita nominal	Volume	Preços
Comércio varejista	6,9	5,2	1,6
Combustíveis e lubrificantes	3,6	-10,0	15,2
Hipermercados e supermercados	5,6	7,2	-1,5
Tecidos, vestuário e calçados	7,0	1,6	5,3
Móveis e eletrodomésticos	6,5	8,0	-1,4
Automóveis e motocicletas	5,9	3,8	2,0

Fonte: IBGE

aumentou 0,8% no trimestre encerrado em julho de 2006, em relação ao trimestre finalizado em abril, considerados dados dessazonalizados. Destacaram-se os crescimentos das vendas nos segmentos móveis e eletrodomésticos, 2,8%, e hipermercados e supermercados, 1%, enquanto, em sentido inverso, as vendas de combustíveis e lubrificantes recuaram 3,4%, no trimestre. As vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças, segmento que não é considerado no cálculo do índice geral, apresentaram forte recuperação, crescendo 4,7% na mesma base de comparação, trajetória que deverá ser estimulada pela melhora nas condições do crédito.

A receita nominal de vendas cresceu 6,9% nos primeiros sete meses de 2006, em relação ao mesmo período do ano anterior, registrando-se aumentos de 5,2% no volume de vendas e de 1,6% nos preços do varejo. Nos segmentos tecidos, vestuário e calçados; móveis e eletrodomésticos; e hipermercados e supermercados, a variação da receita nominal superou a inflação média de 4,8% registrada pelo IPCA, no período.

As vendas no varejo elevaram-se em dezoito das 27 unidades da Federação pesquisadas pelo IBGE, no trimestre encerrado em julho de 2006, ante o trimestre fevereiro-abril, considerando dados dessazonalizados. As maiores elevações ocorreram em Sergipe, 8,4%; São Paulo, 8,4%; Pará, 7,1%; e Minas Gerais, 6,4%.

Outros indicadores relacionados ao comércio confirmaram a tendência de expansão, em especial das vendas de bens duráveis. Nesse sentido, as vendas de veículos pelas concessionárias cresceram 8,1% no trimestre finalizado em agosto, comparativamente ao trimestre encerrado em maio, segundo dados dessazonalizados. A persistir a tendência observada desde o início do ano, as vendas de automóveis no mercado doméstico deverão superar o recorde histórico verificado em 1997.

Indicadores do comércio do estado de São Paulo sugerem a acomodação das vendas em patamar elevado. No trimestre encerrado em agosto, o número de consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC), indicador de compras a prazo e de maior valor agregado, divulgado pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP), manteve-se estável em relação ao trimestre encerrado em maio, de acordo com dados dessazonalizados. O Usecheque, indicador de compras à vista e de menor valor, apresentou queda de 0,1%, nessa mesma base de comparação. No acumulado do ano, as consultas ao Usecheque registram alta de 6,4% e as realizadas junto ao SCPC, de 3,3%.

Tabela 1.2 – Índice de volume de vendas no varejo

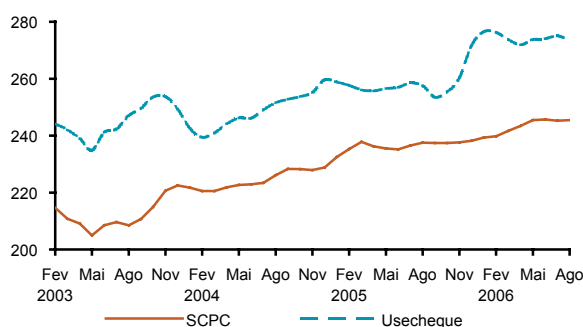
Discriminação	Variação percentual				
	2006				
	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês^{1/}					
Comércio varejista	-0,3	1,8	0,1	-0,3	-0,5
Combustíveis e lubrificantes	-3,2	-2,2	-0,6	-0,2	-0,4
Hipermercados e supermercados	1,2	0,9	-0,7	1,4	-0,5
Tecidos, vestuário e calçados	-3,0	2,9	-0,6	-2,6	-0,7
Móveis e eletrodomésticos	2,5	-0,8	6,5	-4,3	-2,6
Automóveis e motocicletas	2,2	0,7	2,4	-2,4	8,2
Trimestre/trimestre anterior^{1/}					
Comércio varejista	2,4	-0,2	-0,2	0,3	0,8
Combustíveis e lubrificantes	-3,4	-5,1	-6,3	-5,0	-3,4
Hipermercados e supermercados	4,2	2,1	1,5	0,8	1,0
Tecidos, vestuário e calçados	-1,4	-3,1	-3,1	-1,4	-1,7
Móveis e eletrodomésticos	2,7	1,3	4,0	3,3	2,8
Automóveis e motocicletas	-2,3	-1,8	0,7	2,9	4,7
No ano					
Comércio varejista	5,0	5,6	6,0	5,7	5,2
Combustíveis e lubrificantes	-8,3	-8,9	-9,5	-10,0	-10,0
Hipermercados e supermercados	5,2	7,4	7,4	7,6	7,2
Tecidos, vestuário e calçados	5,0	2,6	4,3	2,9	1,6
Móveis e eletrodomésticos	11,1	8,9	10,4	9,1	8,0
Automóveis e motocicletas	2,5	0,6	3,0	1,8	3,8

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.4 – Indicadores de comércio varejista

Dados dessazonalizados – Média móvel trimestral



Fonte: ACSP

Tabela 1.3 – Indicadores de inadimplência

Discriminação	Taxa %					
	2006					
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Ano ^{1/}
Cheques devolvidos^{2/}						
Brasil	7,1	7,0	6,6	6,3	6,2	6,6
Norte	10,5	10,1	9,9	9,1	9,1	9,8
Nordeste	10,2	10,0	9,4	8,8	8,5	9,3
Sudeste	6,5	6,3	6,1	5,8	5,7	6,1
Centro-oeste	8,1	8,1	7,7	7,2	7,0	7,6
Sul	6,6	6,6	6,2	5,9	5,9	6,3
SCPC (SP) ^{3/}	6,9	8,2	5,0	3,9	5,6	6,0

Fonte: ACSP e Bacen

1/ Média no ano.

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

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

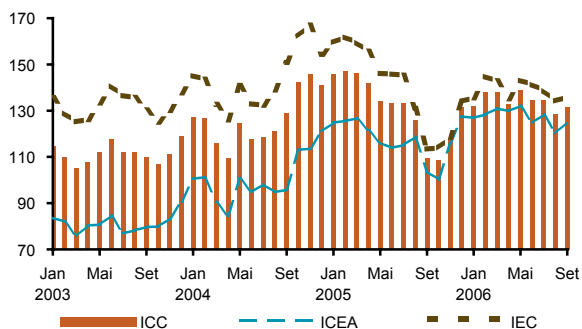
Os indicadores de inadimplência apresentaram, no período de junho a agosto, estabilidade em relação aos índices de períodos correspondentes do ano anterior. O patamar atual da inadimplência segue consistente com a evolução das vendas no varejo e revela tendência de acomodação em todas as regiões do País. Assim, a relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 6,2% em agosto, ante 6,3% em julho e 6,6% em junho de 2006.

A taxa líquida de inadimplência no estado de São Paulo, mensurada a partir de estatísticas da ACSP envolvendo novos registros e cancelamentos no SCPC, atingiu 6% na média dos primeiros oito meses do ano, ante 5,9% no período correspondente de 2005.

As pesquisas destinadas à avaliação das expectativas dos consumidores mostraram comportamentos distintos no final do segundo e no início do terceiro trimestres de 2006. As pesquisas nacionais revelaram estabilidade em níveis acima das respectivas médias históricas. Por outro lado, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), apresentou queda de 4,5% em agosto, em relação ao mês anterior. Considerados seus componentes, o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), que representa 60% do índice geral, registrou queda de 1,6%, e o Índice de Condições Econômicas Atuais (ICEA), que representa o restante do índice geral, decresceu 4,9%. Segundo a Fecomercio SP, os recorrentes atos de violência no estado de São Paulo explicam, em parte, a queda mais acentuada na confiança dos consumidores paulistas, nas expectativas de curto prazo. Já os dados de setembro, recentemente divulgados, mostram recuperação dos indicadores de confiança em São Paulo, com altas mensais de 2,3% no ICC e de 1,3% no IEC. A Fecomercio atribui essa melhora a uma avaliação mais positiva das condições econômicas atuais pelas camadas da população de renda mais baixa, com a classe média mostrando-se mais cautelosa.

O Índice Nacional de Expectativas do Consumidor (Inec), da Confederação Nacional da Indústria (CNI), com base na pesquisa realizada entre 9 e 13 de junho, apresentou estabilidade no trimestre encerrado em junho, em relação aos primeiros três meses do ano, e crescimento de 4,5% ante o mesmo período do ano anterior. O comportamento do indicador foi impulsionado, sobretudo, pela melhoria nas expectativas com relação à inflação e à renda e pela redução no medo do desemprego.

Gráfico 1.5 – Índice de Confiança do Consumidor



Fonte: Fecomercio SP

Na mesma direção, o Índice Nacional de Confiança (INC) divulgado pela ACSP atingiu 126 pontos em junho, em uma escala que varia de zero (pessimismo absoluto) a 200 (otimismo absoluto), mostrando estabilidade no fim do segundo trimestre do ano corrente. O INC é baseado em mil entrevistas mensais, realizadas em setenta cidades de nove regiões metropolitanas em todo o Brasil. Segundo a ACSP, a melhora no desempenho do índice geral decorre da queda da inflação, em especial dos preços dos alimentos; da recuperação do emprego e do aumento da renda. Em termos regionais, o desempenho do indicador não é uniforme. Ainda segundo a ACSP, no Nordeste, onde o impacto do salário mínimo é maior, ocorreu crescimento mais acentuado, enquanto na região Sul, a estiagem dos dois últimos anos, que comprometeu a renda agrícola, e o comportamento desfavorável de setores exportadores afetaram negativamente a confiança dos consumidores.

1.2 Produção

Agropecuária

O setor agropecuário apresentou crescimentos de 1% no segundo trimestre e de 0,3% no primeiro semestre de 2006, ante os períodos correspondentes do ano anterior, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE. Considerados dados dessazonalizados, a agropecuária expandiu-se em 0,8% no segundo trimestre de 2006, em relação ao primeiro trimestre do ano, evidenciando as safras favoráveis de café, soja e milho.

Lavoura

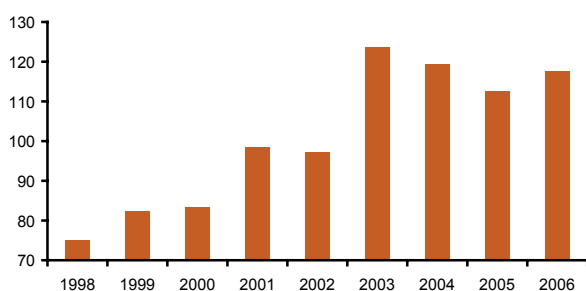
De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) realizado pelo IBGE em agosto, a safra de grãos deverá totalizar 117,7 milhões de toneladas no ano, com crescimento de 4,5% em relação a 2005. Esse resultado refletiu redução de 4% na área plantada e elevação de 8,9% no rendimento médio.

A produção de soja foi estimada em 52,4 milhões de toneladas, com expansão anual de 2,5%. A área plantada decresceu 4%, e a produtividade média aumentou 6,8%, no período.

A safra de milho deverá situar-se em 42,2 milhões de toneladas. O aumento de 20,2% em relação a 2005 será

Gráfico 1.6 – Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

Tabela 1.4 – Produção agrícola

Discriminação	Em mil toneladas		Variação %
	Produção		
	2005	2006 ^{1/}	
Produção de grãos	112 574	117 694	4,5
Caroço de algodão	2 309	1 766	-23,5
Arroz (em casca)	13 226	11 525	-12,9
Feijão	3 012	3 477	15,4
Milho	35 116	42 193	20,2
Soja	51 138	52 428	2,5
Trigo	4 658	3 369	-27,7
Outros	3 115	2 937	-5,7

Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

proporcionado por crescimentos de 8,6% na área cultivada e de 10,6% na produtividade.

A produção total de feijão é estimada em 3,5 milhões de toneladas, com elevação anual de 15,4%. O rendimento médio deverá crescer 7,7%, e a área plantada, 7,1%.

A produção de arroz é prevista em 11,5 milhões de toneladas. A redução anual de 12,9% reflete, especialmente, o corte de 24,3% na área plantada, em oposição ao aumento de 15,1% na produtividade média da cultura.

A triticultura nacional, com decréscimo de 27,7% no ano, deverá produzir 3,4 milhões de toneladas. A área cultivada recuou 29,2% enquanto a produtividade média cresceu 2,2%.

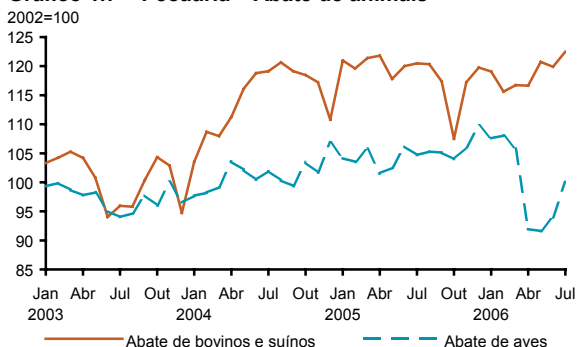
A produção de café deverá crescer 20% no ano, totalizando 2,6 milhões de toneladas. Contribuíram para esse resultado o ciclo de alta na bianualidade da cultura e o estímulo para o uso de defensivos e fertilizantes, determinantes da produtividade anual da lavoura, proporcionado pela elevação das cotações internacionais da *commodity*. A área plantada e o rendimento médio deverão elevar-se 1% e 18,8%, respectivamente, no ano.

A safra de cana-de-açúcar deverá situar-se em 455,3 milhões de toneladas. Os principais determinantes da expansão anual de 7,7% constituíram-se nos aumentos dos preços do açúcar no mercado externo e das vendas de álcool, nos mercados externo e interno. A área plantada apresenta crescimento de 6,5%, e o rendimento médio, de 1,1%.

Pecuária

De acordo com a Pesquisa Trimestral de Abate de Animais, realizada pelo IBGE, a produção de bovinos alcançou 1,6 milhão de toneladas no primeiro trimestre do ano, apresentando aumento de 9% em relação ao mesmo trimestre em 2005. As exportações relativas ao período de janeiro a julho totalizaram 651,5 mil toneladas, com redução de 0,9% em relação ao mesmo período de 2005.

Consideradas as mesmas bases de comparação, as produções de aves e de suínos atingiram 2,1 milhões e 529 mil toneladas no primeiro trimestre do ano, com crescimentos de 14,7% e 8,8%, respectivamente. Adicionalmente, as exportações de carnes de aves e de suínos recuaram 13,2% e 30%, respectivamente, de janeiro a

Gráfico 1.7 – Pecuária – Abate de animais

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produção da pecuária

Peso total das carcaças

Discriminação	Variação % acumulada no ano					
	2005			2006		
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar
Bovinos	8,7	7,6	7,4	8,5	6,6	9,0
Suínos	13,2	14,8	15,4	12,5	9,7	8,8
Aves	12,3	12,2	11,9	16,3	14,5	14,7

Fonte: IBGE

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Variação percentual			
	2006			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Indústria geral				
No mês ^{1/}	-0,1	1,5	-1,3	0,6
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	0,7	0,3	0,6	0,6
Mesmo mês do ano anterior	-1,8	4,8	-0,6	3,2
Acumulado no ano	2,9	3,3	2,6	2,7
Acumulado em 12 meses	2,6	2,6	2,0	2,2
Indústria de transformação				
No mês ^{1/}	0,5	1,1	-1,5	0,7
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	0,6	0,0	0,6	0,4
Mesmo mês do ano anterior	-2,1	4,7	-0,7	3,0
Acumulado no ano	2,5	3,0	2,3	2,4
Acumulado em 12 meses	2,2	2,1	1,6	1,8
Extrativa mineral				
No mês ^{1/}	0,2	1,5	-4,5	5,2
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	1,8	2,0	0,1	0,6
Mesmo mês do ano anterior	4,7	6,6	1,0	6,6
Acumulado no ano	10,9	10,0	8,4	8,1
Acumulado em 12 meses	11,3	10,4	9,2	8,8

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

julho de 2006, em relação ao mesmo período do ano anterior, com o resultado do segmento avícola evidenciando a retração da demanda mundial associada à gripe aviária.

1.3 Produção industrial

O nível de atividade industrial apresentou relativa acomodação nos últimos meses. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE, a indústria brasileira cresceu 0,6% no trimestre maio-julho, comparativamente ao trimestre encerrado em abril, com base em dados dessazonalizados. As indústrias extrativa e de transformação registraram expansões de 0,6% e de 0,4%, no período. Nos primeiros sete meses de 2006, a produção industrial agregada cresceu 2,7% ante período equivalente do ano anterior; combinando avanços de 8,1% da indústria extrativa e de 2,4% da indústria de transformação (ver box "Desconcentração Regional da Produção da Indústria de Transformação").

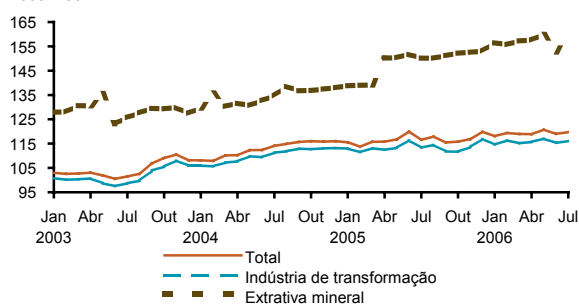
A contribuição do mercado interno para o crescimento industrial continua ganhando importância *vis-à-vis* o mercado externo, não obstante os índices divulgados pelo IBGE que agregam os produtos segundo o grau de exportação de cada segmento terem revelado que a categoria de alto coeficiente exportador apresentou crescimento acumulado de 3% nos primeiros sete meses, e a de baixo coeficiente exportador, de 2,7%. A redução da contribuição das exportações líquidas é perceptível, principalmente em segmentos que possuem coeficientes de exportação elevados e nos quais, de acordo com dados da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), ocorreu queda do *quantum* exportado ou redução expressiva no ritmo de crescimento das exportações. Nessa categoria, incluem-se segmentos como material eletrônico; indústria do açúcar; refino de óleos vegetais; veículos automotores; abate e preparação de carnes; e madeira e mobiliário. Em outros segmentos, como material elétrico; têxtil; e indústrias diversas, o aumento das importações foi determinante para a redução da contribuição das exportações líquidas para a formação da taxa de crescimento.

De acordo com dados de *quantum* da Funcex, dessazonalizados pelo Banco Central, as exportações de manufaturados recuaram 2,2% e as de semimanufaturados, 6%, no trimestre maio-julho ante o trimestre encerrado em abril. Entre as categorias de uso, somente as exportações de intermediários e combustíveis aumentaram nessa comparação, 1% e 7%, respectivamente. Por outro lado, as

Gráfico 1.8 – Produção industrial

Dados dessazonalizados

2000=100



Fonte: IBGE

Desconcentração Regional da Produção da Indústria de Transformação

A maior parte da produção da indústria de transformação, setor responsável por cerca de 23% da geração do Produto Interno Bruto (PIB) nos últimos anos, tem sido desenvolvida na região Sudeste. Considerando o valor da transformação industrial¹, da Pesquisa Industrial Anual (PIA), do IBGE, a produção gerada na região Sudeste respondia por 69,3% do valor total da produção em 1996, recuando para 61,6% em 2004, enquanto a produção da região Nordeste passou a ser a terceira mais importante do País, quando anteriormente ocupava a quarta posição (Gráfico 1). Registrou-se, no período, um movimento de desconcentração da produção industrial, com o Índice Herfindahl-Hirschman (IHH)², calculado com base na participação dos estados no valor da produção da indústria de transformação, passando de 0,286, em 1996, para 0,223, em 2004.

Gráfico 1 – Participação no valor da transformação industrial



Fonte: IBGE/PIA

1/ Considerou-se como *proxy* do valor da transformação industrial, em cada estado, a soma das atividades classificadas como indústrias de transformação mais a categoria “Outros”. Tendo em vista as regras de desidentificação adotadas pelo IBGE na PIA, de acordo com a legislação vigente, são omitidas informações para os produtos com apenas um ou dois informantes, em cada estado que, agregadas, formam a categoria em questão.

2/ O IHH varia entre zero, concentração nula, e um, concentração máxima. A ocorrência de concentração máxima significaria que o total da produção industrial brasileira seria realizada em apenas um estado. O IHH calculado com base na participação das regiões no total da produção também indicou menor concentração, recuando de 0,5080 para 0,4504, no período.

Tabela 1 – Taxa de crescimento do valor real da transformação industrial, por região geográfica^{1/}

Ano						%
	Sudeste	Sul	Nordeste	Norte	Centro-Oeste	Total
1997	5,4	7,0	-2,7	-6,4	15,2	4,7
1998	-0,6	0,7	4,5	-7,6	22,4	0,0
1999	-10,3	0,9	1,1	-3,8	-18,4	-7,3
2000	7,2	5,3	19,5	25,8	77,9	9,4
2001	1,0	7,8	2,0	8,1	-32,0	2,0
2002	-13,7	-10,9	-10,3	-8,6	0,2	-12,4
2003	12,1	13,9	12,4	9,9	52,8	13,0
2004	-2,2	-5,0	-2,8	7,1	3,7	-2,3

Fonte: IBGE

1/ Dados corrigidos pelo IPA – Produtos industriais, da FGV.

Tabela 2 – Variação de indicadores da atividade industrial entre 1996 e 2004

Regiões	Número de unidades	Valor real da transf. industrial ^{1/}	Pessoal ocupado
			%
Sudeste	15,5	-3,7	10,0
Sul	52,4	18,9	44,1
Norte	61,7	21,9	64,4
Nordeste	49,5	22,8	42,8
Centro-Oeste	69,6	120,9	80,0

Fonte: IBGE

1/ Dados corrigidos pelo IPA – Produtos industriais, da FGV

Tabela 3 – Evolução da participação das regiões no valor da transformação industrial

Discriminação	Part.% no valor da indústria de transformação em 2004	Diferenças em pontos de porcentagem entre 1996 e 2004				
		Norte	Nordeste	Centro-Oeste	Sudeste	Sul
Indústrias de transformação	-	0,7	1,2	1,4	-5,7	2,3
Produtos alimentícios e bebidas	13,0	0,6	-0,3	7,8	-8,9	0,7
Produtos químicos	12,4	0,1	0,7	1,1	-9,0	7,1
Metalurgia básica	11,5	1,4	-0,9	0,3	-1,1	0,4
Coque, refino de petróleo, combustíveis nucleares e álcool	11,4	-5,1	0,3	-3,1	3,2	4,6
Fabricação e montagem de veículos automotores, reboques e carrocerias	8,1	0,5	3,2	0,6	-15,2	11,0
Máquinas e equipamentos	5,3	-1,3	-0,5	0,1	-5,7	7,4
Artigos de borracha e plástico	4,5	0,8	1,2	0,1	-8,5	6,3
Celulose, papel e produtos de papel	4,1	-0,9	1,7	0,7	-5,3	3,9
Produtos de metal exceto máquinas e equipamentos	3,7	-0,9	4,5	1,2	-9,9	5,2
Produtos de minerais não metálicos	3,7	2,2	0,8	0,0	-3,6	0,5
Edição, impressão e reprod. gravações	3,5	3,9	-0,5	0,6	-6,5	2,5
Material eletrônico e de aparelhos e equipamentos de comunicações	2,7	13,4	0,9	0,0	-10,3	-4,0
Outros equipamentos de transporte	2,6	-11,2	-0,3	-0,2	11,5	0,2
Prep. de couros, fab. artefatos de couro, artigos de viagem e calçados	2,5	1,0	13,1	1,3	-0,3	-15,1
Produtos têxteis	2,3	-0,1	1,1	0,7	-5,8	4,2
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	2,0	2,8	-1,1	0,3	-8,4	6,5
Produtos de madeira	1,8	0,0	-0,7	-1,5	-5,3	7,5
Móveis e indústrias diversas	1,4	0,2	1,9	0,8	-13,4	10,6
Artigos do vestuário e acessórios	1,1	0,2	1,7	0,7	-8,3	5,7
Fumo	1,0	0,9	-5,7	0,0	-32,1	36,8
Equip. instrum. médico hospitalares, de precisão e óticos, aut. industrial, cronômetros e relógios	0,9	-5,3	0,4	0,2	2,9	1,8
Máquinas para escritório e equipamentos de informática	0,6	-5,7	8,0	-0,8	-9,7	8,3
Reciclagem	0,1	4,7	9,5	1,1	-23,6	8,3

Fonte: IBGE

A análise dos indicadores industriais disponíveis evidencia que o declínio da participação do Sudeste decorreu de crescimento menos acentuado da atividade nessa região do que nas demais. De fato, apenas em 1997 e em 2004 a taxa de crescimento do valor real da transformação industrial do Sudeste situou-se acima da referente ao total (Tabela 1).

A intensidade da desconcentração da produção da indústria é perceptível a partir das evoluções do número de unidades industriais, do valor real da transformação e do pessoal ocupado. Em todas as variáveis, as menores taxas de expansão, entre 1997 e 2004, foram registradas no Sudeste, cabendo destacar que a variação real da transformação industrial da região foi negativa no período (Tabela 2).

As informações da Tabela 3 permitem identificar em quais atividades houve avanços ou retrocessos na participação das diversas regiões. Das 21 atividades, que representam 97,6% do valor da transformação industrial, selecionadas considerando participação mínima de 1% nesse valor, a região Sudeste perdeu 5,3 pontos de porcentagem, ante

avanço das demais regiões, principalmente do Sul, com crescimento de 2,5 p.p. O Sudeste ampliou sua presença apenas em coque e refino de petróleo, ante perdas equivalentes no Norte, Sul e Centro-Oeste, e em outros equipamentos de transporte, setor cuja representatividade recuou principalmente no Norte do País. Por outro lado, na região Sul ocorreram quedas em 8 das 21 atividades, sendo a maior, de 16,4 p.p., em couros, artefatos de couro, artigos de viagem e calçados, compensada por intensificação dessa atividade principalmente no Nordeste. Nas regiões Norte e Nordeste, prevaleceram movimentos de elevação, pois apenas em seis das atividades ocorreram recuos na participação do valor da transformação industrial. Ressalte-se o avanço de 12,8 p.p. da indústria de material eletrônico e aparelhos de equipamentos de comunicações no Norte, favorecido pelos incentivos fiscais concedidos à região. No Nordeste, adicionalmente à expansão registrada em calçados, houve crescimento do valor da transformação de produtos de metal, exceto máquinas e equipamentos, que compensou a queda ocorrida no Sudeste.

A Tabela 4 mostra a distribuição dos estabelecimentos industriais conforme tamanho e região a partir de dados disponíveis na Relação Anual de Informações Sociais (Rais), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Em 2004, o Sudeste respondeu por 49,9% dos estabelecimentos industriais, apesar de ter perdido 7,3 p.p. em relação à posição que ocupava em 1996. Nessa comparação, o Sudeste apresentou queda em todas as faixas de tamanho, ante crescimento generalizado nas demais regiões, principalmente no Sul. No Nordeste, ocorreu redução dos estabelecimentos com 500 ou mais empregados.

Tabela 4 – Distribuição regional dos estabelecimentos industriais por número de empregados: evolução entre 1996 e 2004

Faixas de tamanho	Participação % no número de estabelecimentos em 2004						Diferença em p.p. entre 1996 e 2004				
	Sudeste	Sul	Centro- Oeste	Nordeste	Norte	Brasil	Sudeste	Sul	Centro- Oeste	Nordeste	Norte
Até 19 empregados	49,0	30,0	6,5	11,7	2,7	100,0	-7,3	4,1	1,2	1,5	0,6
Entre 20 e 99 empregados	54,3	26,4	5,3	10,2	3,8	100,0	-6,7	2,9	1,2	1,7	1,0
Entre 100 e 499 empregados	54,5	27,4	4,1	9,7	4,2	100,0	-7,7	3,8	1,0	1,5	1,4
Com 500 ou mais empregados	52,1	27,4	4,1	12,3	4,1	100,0	-7,3	5,1	2,0	-1,2	1,4
Total	49,9	29,5	6,2	11,5	2,9	100,0	-7,3	3,9	1,2	1,5	0,7

Fonte: MTE/Rais

Tabela 5 – Concentração do emprego industrial no interior, segundo as regiões geográficas

Ano	%				
	Sudeste	Sul	Nordeste	Norte	Centro-Oeste
1996	45,9	69,0	45,9	41,0	56,0
1997	46,7	69,7	45,1	45,3	53,5
1998	48,4	70,3	45,4	48,2	54,4
1999	49,9	71,1	45,4	52,1	56,0
2000	50,8	70,9	47,5	51,4	56,9
2001	51,8	71,3	48,5	50,4	59,1
2002	53,0	71,9	49,7	51,3	60,7
2003	53,9	72,7	51,0	49,9	61,7
2004	55,1	72,7	51,6	49,2	63,3

Fonte: MTE/Rais

Tabela 6 – Variação do emprego no interior por regiões e gêneros da indústria de transformação entre 1996 e 2004

Subsetores	Em pontos de porcentagem				
	Sudeste	Sul	Nordeste	Norte	Centro-Oeste
Minerais não-metálicos	5,8	4,7	8,5	9,9	3,0
Metalurgia	5,5	4,7	13,9	-8,1	11,6
Mecânica	13,0	7,5	1,4	-0,7	20,7
Mat. eletr. e de comunicações	12,7	-0,7	14,0	-1,0	-6,9
Material de transporte	13,3	-13,1	-10,7	-2,0	35,9
Madeira e mobiliário	10,5	2,9	5,5	6,1	4,8
Papel e gráfica	7,3	2,2	5,5	-17,6	8,2
Borracha, fumo e couro	6,6	2,4	8,2	15,2	12,3
Química	9,1	10,7	9,9	24,7	9,4
Têxtil	10,7	3,2	7,5	-16,8	8,9
Calçados	6,0	6,7	14,6	44,1	-7,3
Alimentos e bebidas	5,8	1,7	0,4	16,4	7,4
Total	9,1	3,7	5,6	8,1	7,3

Fonte: MTE/Rais

Além da desconcentração espacial entre as regiões geográficas, dados sobre o emprego formal na indústria de transformação, do MTE, indicaram que, no período examinado, cresceu a interiorização da atividade, definida como o maior crescimento do emprego formal no interior comparativamente ao registrado nas regiões metropolitanas ou nas capitais dos estados. O processo ocorreu em todas as regiões, com maior intensidade na região Sudeste, onde o interior ampliou em 9,2 p.p. a absorção da mão-de-obra do setor, passando a representar 55,1% do emprego industrial da região. No Sul do País, ao longo de todo o período, foi registrada maior participação da indústria do interior na oferta de postos de trabalho com vínculo empregatício, tendência que se intensificou, passando de 69% para 72,7% (Tabela 5).

A Tabela 6 mostra a tendência da interiorização do emprego formal por gêneros e regiões. A regra de transferir a atividade industrial para o interior foi mais significativa no Sudeste, onde, em todos os gêneros, houve perda de participação da região metropolitana. Nas regiões Sul e Nordeste, o interior empregou relativamente menos na atividade de material de transporte, refletindo as instalações da indústria da General Motors na região metropolitana de Porto Alegre (Gravataí) e da Ford na região metropolitana de Salvador (Camaçari).

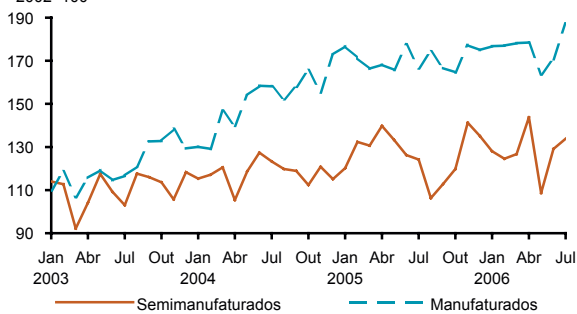
Na região Norte, é nítida a preferência de alguns subsetores industriais pela região metropolitana de Manaus, fato explicado pelas vantagens da zona franca lá instalada. Mesmo assim, o emprego no interior da região Norte avançou 8,1 p.p. entre 1996 e 2004.

Conclui-se que todos indicadores apontaram redistribuição espacial da produção da indústria de transformação entre 1996 e 2004, sendo evidente, no cômputo geral, a perda de participação da região Sudeste. Observe-se que essa perda não decorreu de declínio da atividade, exceção feita à queda registrada pelo valor real da transformação industrial, mas do crescimento menos acentuado no âmbito regional. Além disso, é possível afirmar que em todas as regiões houve crescimento mais acentuado da indústria no interior do que nas capitais, fato evidenciado pela evolução do emprego formal nessa atividade.

Gráfico 1.9 – Exportações industriais – Quantum

Dados dessazonalizados

2002=100



Fonte: Funcex

importações de bens de consumo duráveis, bens de consumo não duráveis e bens de capital aumentaram 27,9%, 4% e 5,2%, respectivamente, na mesma base de comparação.

O comportamento recente do setor industrial tem sido caracterizado por grande heterogeneidade no desempenho dos diversos segmentos. Somente 11 das 23 atividades com séries sazonalmente ajustadas registraram crescimento na média de maio a julho, ante o trimestre encerrado em abril. Os destaques positivos foram fumo, 11,4%; metalurgia básica, 5,1%; veículos automotores, 3,4%; alimentos, 2,5%; e refino de petróleo e álcool, 1,4%. Dentre os segmentos cujos produtos recuaram no período, assinalam-se material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações, 11,6%; vestuário e acessórios, 4,7%; farmacêutica, 4,3%; outros produtos químicos, 4,2%; e madeira, 3,7%.

A abertura por atividades industriais revela, de fato, um padrão de crescimento concentrado nos primeiros sete meses do ano. Apenas sete atividades, com participação de cerca de 35% na estrutura industrial brasileira, foram responsáveis por mais de 85% da taxa de crescimento acumulada de 2,7%. Outras quatorze atividades com expansão no ano contribuíram moderadamente para o crescimento geral. As demais seis atividades – outros produtos químicos; produtos de metal; madeira; vestuário; couros e calçados; e perfumaria e produtos de limpeza – com peso aproximado de 17% na estrutura industrial, apresentaram retração na taxa anual acumulada, contribuindo para reduzir a taxa geral em cerca de 0,6 p.p.

Considerando os 76 componentes da classificação por subsetores industriais da Pesquisa Industrial Mensal (PIM), do IBGE, o índice de difusão, definido como a parcela dos segmentos com resultados positivos ante o mesmo mês do ano anterior, atingiu 53,6%, em média, nos primeiros sete meses de 2006, comparativamente a 74,9% em 2004 e 58,4% em 2005, corroborando o padrão ainda concentrado do corrente ciclo de expansão do setor industrial.

A análise por categoria de uso revela crescimentos de 1,5% na produção de bens intermediários e de 1% na de bens de capital, considerados os trimestres encerrados em julho e em abril, dados dessazonalizados. Nessa comparação, a produção de bens semiduráveis e não-duráveis manteve-se praticamente estável, e a de duráveis recuou 2,8%. Nos primeiros sete meses do ano, a produção de bens de consumo duráveis cresceu 6,6%, seguindo-se a de bens de capital, 5,5%; bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 2,8%; e intermediários, 1,9%.

Tabela 1.7 – Produção industrial por categoria de uso

Discriminação	Variação percentual			
	2006			
	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês^{1/}				
Produção industrial	-0,1	1,5	-1,3	0,6
Bens de capital	-0,1	2,0	-0,7	1,0
Bens intermediários	-0,1	2,3	-1,7	1,0
Bens de consumo	0,9	0,7	-1,7	0,8
Duráveis	1,4	-0,7	-1,0	-0,2
Semi e não duráveis	1,4	0,5	-0,9	0,4
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Produção industrial	0,7	0,3	0,6	0,6
Bens de capital	-1,8	-2,7	-0,1	1,0
Bens intermediários	0,1	0,7	0,9	1,5
Bens de consumo	1,7	-0,4	0,3	-0,3
Duráveis	5,5	-2,8	-1,4	-2,8
Semi e não duráveis	0,7	-0,6	0,4	0,2
No ano				
Produção industrial	2,9	3,3	2,6	2,7
Bens de capital	6,7	6,6	5,0	5,5
Bens intermediários	1,6	2,1	1,7	1,9
Bens de consumo	4,3	4,6	3,8	3,7
Duráveis	10,8	10,1	7,5	6,6
Semi e não duráveis	2,5	3,0	2,7	2,8

Fonte: IBGE

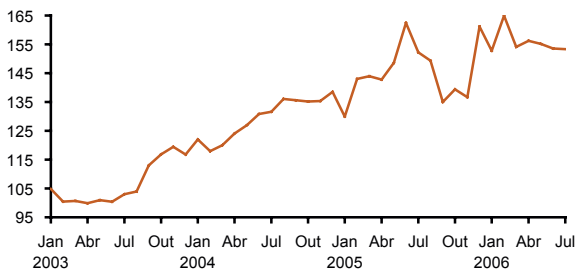
1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.10 – Produção industrial

Bens de consumo duráveis

Dados dessazonalizados

2000=100



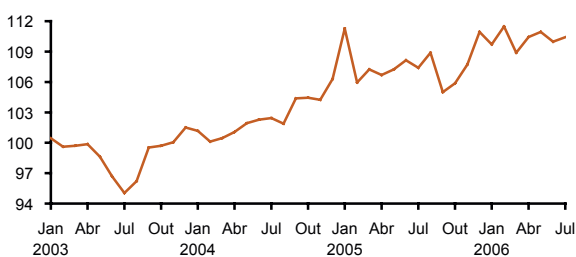
Fonte: IBGE

Gráfico 1.11 – Produção industrial

Bens de consumo semi e não duráveis

Dados dessazonalizados

2000=100



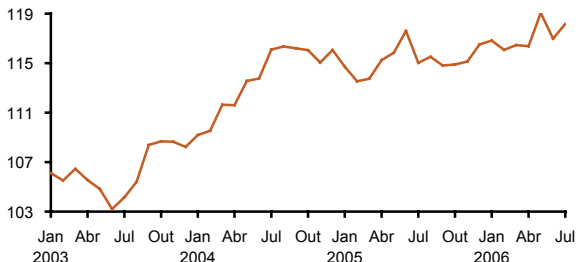
Fonte: IBGE

Gráfico 1.12 – Produção industrial

Bens intermediários

Dados dessazonalizados

2000=100



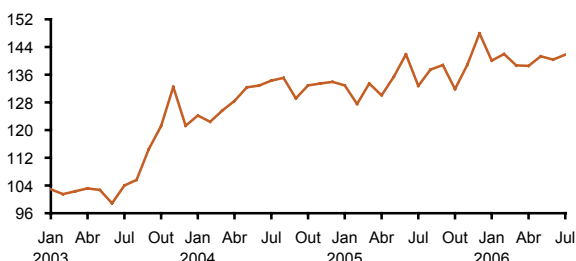
Fonte: IBGE

Gráfico 1.13 – Produção industrial

Bens de capital

Dados dessazonalizados

2000=100



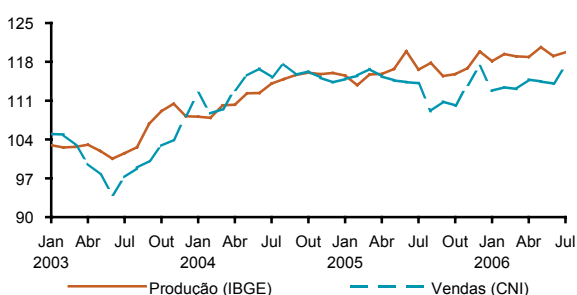
Fonte: IBGE

Considerando os índices de atividades por categoria de uso, a expansão da produção de intermediários no ano foi liderada pelo avanço das indústrias extrativas e de refino de petróleo e álcool. O avanço da produção de duráveis nesses primeiros sete meses atingiu todos os segmentos fabricantes, à exceção de mobiliário. O crescimento da produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis esteve associado, principalmente, à expansão das atividades de refino de petróleo e álcool; bebidas; farmacêutica; e alimentos.

O crescimento da produção de bens de capital esteve concentrado em máquinas para escritório e equipamentos de informática; e em máquinas, aparelhos e materiais elétricos. De acordo com a abertura especial por bens de capital selecionados, a produção direcionada à agricultura apresentou expressivo recuo nos primeiros sete meses do ano, em relação ao mesmo período de 2005, atingindo 19,8% em máquinas agrícolas e 33,2% em peças agrícolas. No segmento de equipamentos de transporte, a retração atingiu 1,1%. Por outro lado, as produções de bens de capital associados aos setores de construção civil e de energia elétrica aumentaram 16,2% e 36,8%, respectivamente, e a de bens de capital de uso misto, no qual se incluem microcomputadores, 9,7%, na mesma base de comparação. A produção de bens de capital não seriados destinados à indústria avançou 3,6%, enquanto a de seriados recuou 0,9%.

A agroindústria registrou taxa de crescimento de 1,1% no primeiro semestre de 2006, inferior à média da indústria. As atividades vinculadas à agricultura cresceram 2%, combinação do avanço de 3,3% dos produtos industriais derivados da agricultura e da queda de 7% dos produtos industriais utilizados pela agricultura, a exemplo de máquinas e equipamentos e adubos e fertilizantes. A produção de segmentos associados à pecuária apresentou queda de 0,5%, consideradas as médias de janeiro a junho de 2006 e do ano anterior. Prejudicados pela retração das exportações de carnes, os produtos derivados da pecuária recuaram 0,9%, enquanto os produtos utilizados pela pecuária aumentaram 0,9% no período.

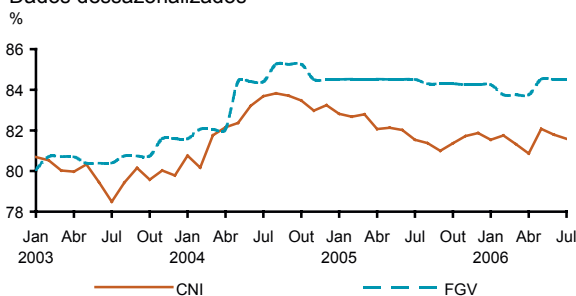
As vendas industriais elevaram-se 1,3% no trimestre encerrado em julho, em relação ao trimestre finalizado em abril, de acordo com a série revisada dos Indicadores Industriais da CNI, dessazonalizada pelo Banco Central. Na mesma base de comparação, o mercado de trabalho na indústria continuou em trajetória de expansão, registrando-se crescimentos de 1,1%, tanto no número de pessoas ocupadas quanto no de horas trabalhadas, e o nível de utilização da capacidade instalada aumentou 0,6%. De

Gráfico 1.14 – Produção e vendas industriaisDados dessazonalizados
2000=100

Fontes: IBGE e CNI

Gráfico 1.15 – Utilização da capacidade instalada na indústria de transformação

Dados dessazonalizados



Fonte: CNI e FGV

Tabela 1.8 – Estoques na indústria de transformação^{1/}

Discriminação	2005				2006	
	I Tr	II Tr	III Tr	IV Tr	I Tr	II Tr
Indústria de transformação						
Produtos finais	54,4	55,5	54,6	52,8	52,3	53,8
Matérias-primas e intermediários	50,4	50,1	51,0	50,3	48,5	49,3
Grandes empresas						
Produtos finais	56,6	58,3	58,9	54,1	53,9	55,4
Matérias-primas e intermediários	54,0	53,1	56,3	52,0	50,7	52,5
Pequenas e médias empresas						
Produtos finais	53,3	54,1	52,4	52,2	51,4	53,0
Matérias-primas e intermediários	48,6	48,6	48,3	49,4	47,3	47,6

Fonte: CNI

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

janeiro a julho, em relação ao período correspondente de 2005, as vendas acumularam retração de 0,7%, e a Utilização da Capacidade Instalada (UCI), de 0,9%, enquanto o pessoal ocupado e as horas trabalhadas ampliaram-se em 1,5% e 0,8%, respectivamente.

De acordo com estatísticas da Fundação Getúlio Vargas (FGV), dessazonalizadas pelo Banco Central, o nível médio de UCI elevou-se de 83,8%, em abril, para 84,5%, em julho. Registraram-se aumentos em todas as categorias de uso, em especial em bens de capital e intermediários.

Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), o número de vagas de emprego formal criado pela indústria cresceu 19,6% de janeiro a julho deste ano, em relação ao mesmo período de 2005, indicando perspectivas favoráveis para o produto industrial nos próximos meses. A indústria de transformação foi responsável por 95% dessas novas vagas, e a extrativa, pelo restante. O saldo de empregos criados foi positivo para todos os 26 segmentos industriais incluídos na abertura do Caged.

De acordo com a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, de julho deste ano, 26% das empresas planejam contratar empregados, e 13% pretendem reduzir seus quadros nos próximos meses. Essa diferença de 13 p.p. é o segundo melhor resultado dos últimos dez anos para esta época. Segundo a Sondagem Industrial, da CNI, as grandes empresas pretendem manter o nível atual de empregos, enquanto as pequenas e médias pretendem reduzir ligeiramente o contingente de funcionários.

Ainda segundo a FGV, os níveis de estoques industriais em julho podem ser considerados normais, com 11% das empresas considerando-os excessivos e 4%, insuficientes. Em sentido inverso, a Sondagem Industrial da CNI revela expectativas mais pessimistas, principalmente para as pequenas e médias empresas, com os estoques de produtos finais crescendo no trimestre encerrado em junho e mantendo-se acima do planejado, e os relativos a matérias-primas e produtos intermediários encontrando-se normalizados. O Índice de Confiança do Empresário Industrial (Icei) recuou pela segunda pesquisa seguida, passando de 57,2 pontos em janeiro para 55 pontos em abril e para 52,9 pontos em julho, registrando deterioração em relação às condições atuais e às expectativas.

Assinale-se que a evolução da atividade industrial tem sido influenciada significativamente pelo efeito

calendário. Após o registro de dois dias úteis a mais no primeiro trimestre do ano, em relação a 2005, a produção do segundo trimestre foi prejudicada não apenas pela ocorrência de dois dias úteis a menos, mas pelos dias de jogos da seleção brasileira de futebol na Copa do Mundo, quando a produção costuma ser parcialmente paralisada. Adicionalmente, tanto o terceiro quanto o quarto trimestres deste ano irão incorporar um dia útil a menos que seus correspondentes de 2005. Ressalte-se que o efeito calendário tende a afetar menos intensamente as indústrias de processo contínuo, nas quais os feriados não implicam paralisação da produção.

Não obstante a persistência do efeito calendário adverso e a queda dos índices de confiança dos empresários, prevalecem expectativas de aceleração do crescimento nos próximos meses, justificadas pelos indicadores antecedentes já disponíveis e pela presença de fatores indutores do crescimento, como a expansão da renda real e a progressiva melhora das condições de crédito.

1.4 Mercado de trabalho

Emprego

Os indicadores do mercado de trabalho têm registrado expansão da ocupação e aumento da taxa de desemprego, com desdobramentos favoráveis sobre o nível de rendimento real. Ressalte-se que a melhora nas condições do mercado de trabalho, a exemplo do aumento na remuneração e na geração de postos de trabalhos, tende a estimular a procura por emprego, reduzindo o número de desalentados e, em consequência, elevando a taxa de desemprego, processo já observado em outros ciclos de expansão nos últimos anos.

A taxa de desemprego aberto da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, atingiu 10,6% em agosto, ante 10,7% no mês anterior e 9,4% em agosto de 2005, representando uma reversão da tendência de queda observada desde 2003. O aumento registrado no trimestre junho-agosto refletiu a ocorrência de taxas de expansão da População Economicamente Ativa (PEA) em patamar superior ao das taxas de crescimento do número de ocupados. Em junho, julho e agosto deste ano, a PEA cresceu 2,7%, 3,6% e 4,2% respectivamente, enquanto o aumento dos ocupados atingiu 1,6%, 2,1% e 2,8%, discrepância associada, como mencionado anteriormente, à própria melhora das condições do mercado de trabalho (ver boxe "Evolução Recente do Emprego e Desemprego: Regiões Metropolitanas e Interior").

Gráfico 1.16 – Taxa de desemprego aberto

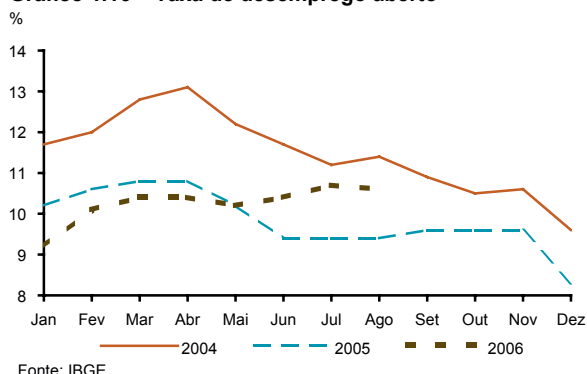


Tabela 1.9 – Evolução do emprego formal

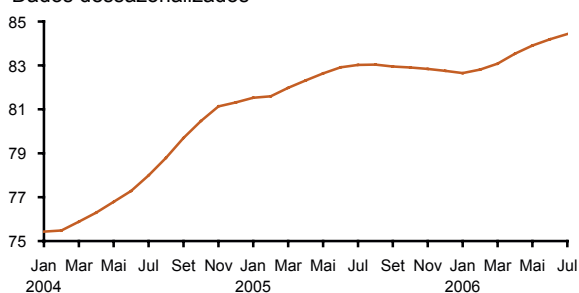
Discriminação	Novos postos de trabalho – Acumulado no ano (em mil)					
	2005	2006				
		I Tri	II Tri	Jul	Ago	Ano
Total	1 254,0	339,7	584,1	154,4	128,9	1 207,1
Ind. de transformação	177,5	68,0	146,9	21,0	28,8	264,7
Comércio	389,8	5,5	66,2	28,1	30,2	130,0
Serviços	569,7	158,7	166,1	52,1	64,7	441,6
Construção civil	85,1	41,4	37,5	24,6	15,3	118,8
Agropecuária	- 12,9	39,1	152,5	27,7	- 13,7	205,6
Serv. ind. de util. pública	13,5	4,2	3,6	0,2	1,5	9,5
Outros ^{1/}	31,2	22,8	11,3	0,6	2,2	36,8

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

Gráfico 1.17 – Emprego na indústria de transformação – Média móvel trimestral

Dados dessazonalizados



Fonte: CNI

A taxa média de desemprego nos oito primeiros meses de 2006 atingiu 10,3%, ainda segundo a PME, ante 10,1% no período correspondente do ano anterior, com o número de pessoas ocupadas e a PEA crescendo 2% e 2,1%, respectivamente. Foram geradas, liquidamente, nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela pesquisa, 284 mil novas vagas de emprego, resultado da criação de 212 mil novos postos com carteira assinada, de 27 mil empregos sem carteira e de 45 mil empregos envolvendo aqueles sem remuneração, militares e funcionários públicos estatutários. Esse resultado evidencia a maior qualidade dos empregos criados e representa a taxa de formalização do emprego mais elevada da série histórica iniciada em 2002.

Estatísticas do MTE ratificaram a conjuntura favorável para a geração de empregos. Segundo o Caged, foram criadas, de janeiro a agosto de 2006, 1.207 mil vagas com carteira de trabalho assinada, ante 1.219 mil no mesmo período de 2005. A indústria de transformação, que liderou as taxas de crescimento do emprego em 2005, com alta de 7,5%, apresentou desempenho menos dinâmico nos primeiros oito meses de 2006, com expansão de 3,2% no número de novas vagas. Nesse período, o aumento de vagas na construção civil atingiu 9,8%, seguindo-se os resultados do comércio, 6,1%; serviços, 5,5%; e agropecuária, 2,3%.

Pesquisa efetuada pela CNI em doze federações estaduais da indústria confirmou a desaceleração na criação de novas vagas pela indústria de transformação, tendo sido registrado aumento de 1,5% no pessoal empregado nos primeiros sete meses de 2006, ante 7,3% no período correspondente de 2005. A análise na margem, com base em dados dessazonalizados, sugere a recuperação do crescimento do emprego, registrando-se taxas de crescimento de 1,1% no trimestre encerrado em julho, em comparação com o trimestre encerrado em abril de 2006.

Rendimentos

Nas seis regiões metropolitanas pesquisadas na PME, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores apresentou expansão de 4,2% no período de janeiro a agosto de 2006, em relação ao mesmo período de 2005. Em termos nominais, o rendimento médio alcançou R\$1.036,20 em agosto deste ano, 6,5% acima do registrado em igual mês de 2005, ou 3,5% em termos reais, utilizando-se como deflator o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), do IBGE. A massa salarial real, produto do rendimento médio real habitualmente recebido

Evolução Recente do Emprego e Desemprego: Regiões Metropolitanas e Interior

O crescimento do emprego, em especial dos empregos com carteira de trabalho assinada, tem-se intensificado a partir de 2004. Em 2006, entretanto, observa-se relativa estabilidade ou mesmo elevação da taxa de desemprego, apesar da continuidade da geração de empregos formais. Uma das razões para esse comportamento é a maior dinâmica na geração de empregos fora das regiões metropolitanas abrangidas pela principal pesquisa que apura a taxa de desemprego, a Pesquisa Mensal do Emprego (PME). Além disso, o fenômeno está relacionado à expansão da População Economicamente Ativa (PEA), em decorrência da diminuição do desalento e do desemprego precário, motivada pela maior oferta de trabalho e pelo aumento da renda real.

Nos últimos meses, as estatísticas do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), têm mostrado expansão do emprego em intensidade mais forte do que a Pesquisa Mensal do Emprego (PME), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Essa discrepância decorre, principalmente, das diferenças metodológicas entre os dois levantamentos, sobretudo as relacionadas à abrangência geográfica e aos segmentos considerados. Os dados do Caged consideram o contingente de empregados assalariados em todo território nacional, conforme informações prestadas pelas empresas empregadoras, por força da Lei 4.923, de 23.12.1965, que instituiu o registro permanente de admissões e dispensas de empregados. Os dados da PME são obtidos a partir de entrevistas em domicílios selecionados por amostra probabilística, em seis regiões metropolitanas – São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Salvador e Recife – e captam movimentos mensais do mercado de trabalho,

entre outros indicadores, tanto do segmento formal como informal.

Nos últimos anos, o mercado de trabalho tem mostrado maior dinamismo fora das grandes regiões metropolitanas do País, conforme evidenciam os dados de emprego do Caged. Em janeiro de 2002, as principais regiões metropolitanas – São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Curitiba, Fortaleza, Recife, Salvador e Belém – detinham 42,8% do total de empregos formais do país, percentual que declinou para 41,4% em julho de 2006. Dos 5,3 milhões de empregos formais criados nesse intervalo de tempo, apenas 35,1% se concentraram nessas regiões.

Dentre os fatores que podem explicar a diferença de dinamismo entre as regiões metropolitanas e as outras regiões do País, destacam-se o desempenho da agropecuária, especialmente até 2004, e o processo de desconcentração geográfica da indústria brasileira. De acordo com dados do Caged, os dois setores foram responsáveis, conjuntamente, por cerca de 38,6% dos novos empregos gerados fora das grandes regiões metropolitanas, enquanto contribuíram apenas com 14,4% dos novos postos criados nessas regiões.

Em relação ao aumento recente da taxa de desemprego, deve-se ter em vista que o seu comportamento evidencia a trajetória das variáveis PEA e número de desocupados. Quando a geração de novos postos de trabalho se apresenta em número superior ao do aumento na PEA, verifica-se diminuição na taxa de desemprego, o que não vem ocorrendo nos últimos meses. O Gráfico 1 mostra o crescimento da PEA e dos ocupados, desde 2004.

O crescimento da PEA em patamar superior ao das ocupações pode estar associado a fatores estruturais, como a taxa de crescimento populacional ou a reformas na legislação do mercado de trabalho, e a fatores conjunturais, a exemplo do ingresso de pessoas no mercado de trabalho, seja em função da necessidade de aumentar a renda familiar ou em razão do estímulo proporcionado pelo aumento dos salários, com redução do emprego oculto, mas com aumento da taxa de desemprego aberto. Esse segundo efeito é típico de fases de recuperação cíclica da atividade econômica.

Gráfico 1 – Evolução da PEA e dos ocupados
% igual mês do ano anterior

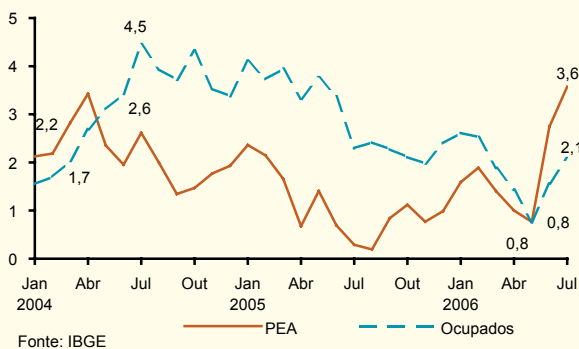


Gráfico 2 – Ocupados, rendimento médio e massa salarial real
% acumulado no ano

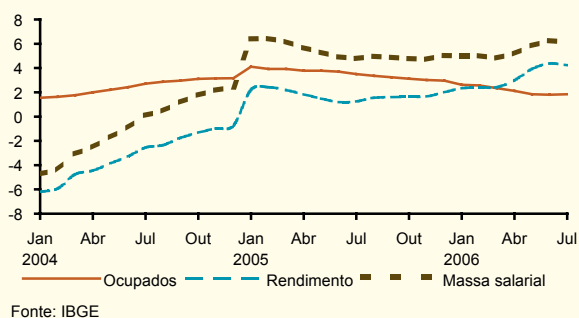
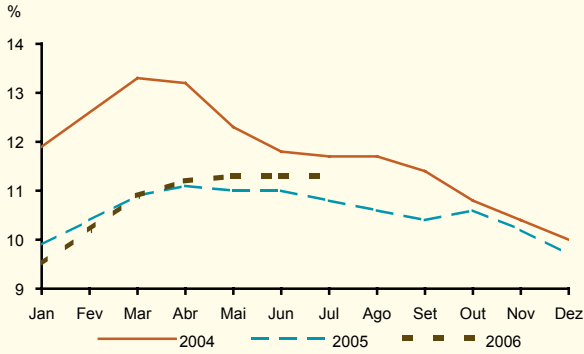
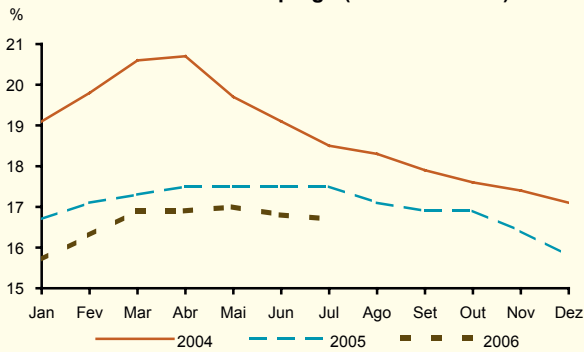


Gráfico 3 – Taxa de desemprego aberto



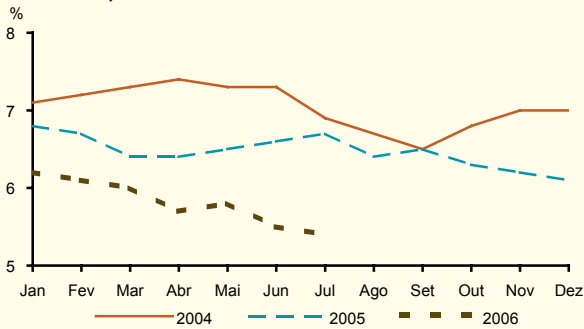
Fonte: Dieese

Gráfico 4 – Taxa de desemprego (aberto e oculto)



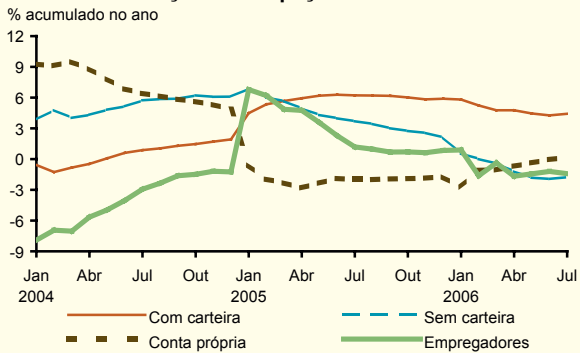
Fonte: Dieese

Gráfico 5 – Taxa de desemprego oculto (precário + desalento)



Fonte: Dieese

Gráfico 6 – Posição na ocupação



Fonte: IBGE

Apesar do possível efeito de fatores estruturais, o comportamento da taxa de desemprego em períodos recentes está associado, fundamentalmente, a fatores conjunturais, conforme sugerem, por exemplo, as taxas de crescimento da massa salarial real, de 4,2% em 2005 e de 6,2% nos sete primeiros meses de 2006, em relação aos períodos correspondentes dos anos anteriores.

Essa hipótese é fortalecida pelas estatísticas da Pesquisa de Emprego e Desemprego (PED), realizada pela Fundação Sistema Estadual de Análise de Dados (Seade), juntamente com o Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos (Dieese), na região metropolitana de São Paulo. Os Gráficos de 3 a 5 evidenciam que a diminuição do desemprego oculto vem impactando a PEA, e, em consequência, a proporção de desocupados e a taxa de desemprego. Dados da PME em relação ao desalento também evidenciam esse processo. Em janeiro de 2003, a população desalentada representava 0,3% da PEA, proporção que se reduziu para 0,16% em julho de 2006. O mesmo processo se verificou na região metropolitana de São Paulo, com o desalento passando de 0,27% para 0,16% da PEA.

Há de se ressaltar, ainda, a qualidade dos empregos criados. De acordo com a PME, o percentual de empregados com carteira de trabalho assinada como proporção do número de ocupados passou de 45%, em janeiro de 2003, para 46,4%, em julho de 2006. A proporção dos ocupados sem carteira de trabalho permaneceu praticamente estável e houve redução na proporção dos empregados por conta própria.

Gráfico 1.18 – Rendimento habitual médio real^{1/}

Em R\$, a preços de agosto de 2006, deflacionado pelo INPC

**Tabela 1.10 – Produto Interno Bruto – Preços de mercado**

Discriminação	Variação %					
	2005				2006	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
Acumulado no ano	2,8	3,4	2,6	2,3	3,3	2,2
Acumulado em 4 trimestres	4,6	4,4	3,1	2,3	2,4	1,7
Trimestre/igual trimestre do ano anterior	2,8	4,0	1,0	1,4	3,3	1,2
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	0,2	1,4	-1,2	1,2	1,3	0,5
Agropecuária	1,0	-0,4	-2,6	1,0	1,1	0,8
Indústria	-1,0	1,9	-0,8	1,3	1,2	-0,3
Serviços	0,0	0,9	0,2	0,7	0,6	0,6

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados

Tabela 1.11 – Produto Interno Bruto

Taxa acumulada ao longo do ano

Discriminação	Variação %					
	2005				2006	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
Agropecuária	2,6	2,9	1,4	0,8	-0,5	0,3
Indústria	3,1	4,4	2,9	2,5	4,8	2,6
Extrativa mineral	3,7	10,6	10,5	10,9	12,6	6,7
Transformação	3,6	3,9	2,1	1,3	2,7	1,0
Construção civil	0,6	2,2	0,7	1,3	7,0	4,7
Serviços ind. de util. pública	3,3	3,9	3,8	3,6	4,2	2,8
Serviços	2,2	2,4	2,1	2,0	2,7	2,3
Comércio	4,2	4,0	3,4	3,3	4,9	3,6
Transporte	3,9	4,0	3,7	3,2	3,6	2,2
Comunicações	-2,8	-1,6	-0,8	0,1	0,0	-1,5
Instituições financeiras	2,8	3,1	2,5	2,4	2,9	2,2
Outros serviços	2,2	1,5	1,3	1,3	2,9	2,9
Aluguel de imóveis	3,7	3,2	2,9	2,5	2,4	2,4
Administração pública	0,6	2,0	1,7	1,7	2,1	2,0
Dummy financeiro	2,7	3,3	2,5	2,1	2,7	1,8
Valor adic. a preços básicos	2,6	3,2	2,3	2,1	3,0	2,0
Impostos sobre produtos	4,7	5,3	4,4	3,9	5,9	4,0
PIB a preços de mercado	2,8	3,4	2,6	2,3	3,3	2,2

Fonte: IBGE

pelo número de ocupados, cresceu 6,2% no ano, em relação ao mesmo período do ano anterior.

1.5 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 2,2% no primeiro semestre de 2006, em relação ao mesmo período de 2005, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE. O resultado positivo foi generalizado entre todos os componentes do produto, enquanto sob a ótica da demanda registraram-se contribuições negativa de 1 p.p., relacionada ao setor externo, e positiva de 3,7 p.p., da demanda interna.

A expansão das exportações atingiu 4,1% e a das importações, 13,9%, no semestre. Relativamente à demanda interna, o consumo das famílias cresceu 3,8%, evidenciando o papel relevante dos aumentos da massa salarial real e do volume de operações de crédito do sistema financeiro destinado a pessoas físicas no processo de sustentação do crescimento econômico. Assinale-se que, considerados os fluxos acumulados no ano, em relação a períodos correspondentes no ano anterior, o consumo apresentou, no segundo trimestre de 2006, a décima taxa positiva consecutiva. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu 5,9% nos primeiros seis meses do ano, em comparação a igual período de 2005, impulsionada pelos crescimentos de 8,7% na absorção doméstica de bens de capital e de 4,7% nos investimentos direcionados à construção civil.

Entre os setores de atividade, a indústria apresentou o crescimento mais significativo no primeiro semestre de 2006, 2,6%, seguindo-se os setores de serviços, 2,3%, e o agropecuário, 0,3%.

O desempenho do setor industrial refletiu crescimento generalizado de todos os seus segmentos, em especial na produção extrativa mineral, 6,7%, favorecida pela expansão da produção de petróleo; na construção civil, 4,7%; e nos serviços industriais de utilidade pública, 2,8%. A indústria de transformação expandiu-se 1% nos primeiros seis meses de 2006, em relação ao mesmo período do ano anterior.

A expansão observada no setor de serviços refletiu a ocorrência de resultados favoráveis na maior parte dos sub-setores, em especial nos segmentos comércio, 3,6%; outros serviços, 2,9%; aluguéis, 2,4%; instituições financeiras e transporte, ambos com 2,2%; e serviços de administração pública, 2%. Em sentido inverso, o produto relacionado ao setor de comunicações recuou 1,5%, no semestre.

Estimativa do PIB em 2006

Com a divulgação dos dados do segundo trimestre de 2006, a estimativa do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2006 foi revisada de 4%, conforme os três últimos “Relatórios de Inflação”, para 3,5%. Essa revisão está concentrada nos setores da agropecuária e da indústria, cujas estimativas de crescimento passaram de 3,6% para 3% no primeiro caso e de 5,4% para 4% no segundo.

Relativamente à agropecuária, a revisão decorreu, principalmente, do fraco desempenho das produções de aves e leite. Algumas lavouras com peso significativo também apresentaram desempenhos piores do que o esperado, a exemplo de arroz e algodão. Para o terceiro trimestre, as perspectivas para o resultado do setor são favoráveis, reflexo dos crescimentos de 7,7% para a safra de cana-de-açúcar e de 18,8% para a de café. Os dados da pecuária também devem apresentar recuperação, como sinalizado pelo aumento das exportações do setor em julho e em agosto. Outro fator que favorece o resultado do período é a fraca base de comparação, tendo em vista a queda de 2,6% na produção agropecuária no terceiro trimestre de 2005, em relação ao segundo trimestre do mesmo ano, considerados dados dessazonalizados.

Para a indústria, as revisões ocorreram em todos os subsetores. A estimativa para o crescimento anual da indústria extrativa passou de 9,4% para 7,1%, em razão, principalmente, das paradas em plataformas de petróleo registradas em junho e em julho. A produção estimada da indústria de transformação recuou de 4% para 2,8%, em decorrência do menor ritmo de recuperação no segundo trimestre. Para a construção, embora os resultados do segundo trimestre tenham se situado abaixo do observado no trimestre anterior, os dados de julho mostraram

recuperação, de modo que se estima crescimento de 5,7% para o setor, comparativamente a 7,6% previstos anteriormente. O crescimento dos serviços de utilidade pública, refletindo o menor crescimento da indústria de transformação, foi revisto de 5,2% para 3,9%.

A taxa de crescimento prevista para o setor de serviços, que habitualmente se mostra mais estável, foi reduzida de 3% para 2,8%, influenciada, por um lado, pelas reduções nas estimativas para os setores da agropecuária e da indústria, e por outro, pela evolução favorável da demanda doméstica.

De fato, estatísticas relacionadas à evolução da demanda revelam a manutenção do dinamismo previsto anteriormente, suscitando revisões menos acentuadas do que em relação à ótica da produção. A revisão mais representativa ocorreu na estimativa anual para a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), de 8,3% para 7,1%, em razão do crescimento de 2,9% no segundo trimestre, em comparação com o mesmo trimestre de 2005. Para o consumo das famílias, favorecido tanto pela continuidade da flexibilização da política monetária como pela recuperação da massa salarial, persiste a estimativa de elevação de 4,2%, para 2006.

A estimativa para o desempenho do setor externo foi revista, resultando em contribuição negativa de 0,8 p.p. para o crescimento do PIB no ano, ante 0,5 p.p. no relatório anterior. Observe-se que as

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação acumulada no ano				
	2005		2006		
	Pesos	%	I Tri	II Tri	IV Tri ^{1/}
Agropecuária	7,5	0,8	-0,5	0,3	3,0
Indústria	35,6	2,5	4,8	2,6	4,0
Extrativa mineral	4,3	10,9	12,6	6,7	7,1
Transformação	21,6	1,3	2,7	1,0	2,8
Construção civil	6,5	1,3	7,0	4,7	5,7
Serviços ind. utilidade pública	3,2	3,6	4,2	2,8	3,9
Serviços	50,9	2,0	2,7	2,3	2,8
Comércio	6,8	3,3	4,9	3,6	4,3
Transporte	1,8	3,2	3,6	2,2	4,3
Comunicações	2,7	0,1	0,0	-1,5	0,5
Instituições financeiras	7,2	2,4	2,9	2,2	3,3
Outros serviços	9,7	1,3	2,9	2,9	3,2
Aluguel de imóveis	8,0	2,5	2,4	2,4	2,6
Administração pública	14,7	1,7	2,1	2,0	2,1
Valor adicionado	89,2	2,1	3,0	2,0	3,3
Impostos sobre produtos	10,8	3,9	5,9	4,0	5,1
PIB a preços de mercado	110,8	2,3	3,3	2,2	3,5

Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

1/ Estimativa

Tabela 2 – 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 Fixo	Exportações	Importações	%
2001		1,3	0,5	1,0	0,6	1,1	11,2	1,2
2002		1,9	-0,4	1,4	0,0	-4,2	7,9	-12,3
2003		0,5	-1,5	1,3	-0,8	-5,1	9,0	-1,7
2004		4,9	4,1	0,1	3,0	10,9	18,0	14,3
2005		2,3	3,1	1,6	2,7	1,6	11,6	9,5
Contribuição (p.p.)			1,7	0,3	2,0	0,3	2,1	-1,3
2006 (estimado)		3,5	4,2	1,8	3,5	7,1	5,8	14,1
Contribuição (p.p.)			2,3	0,4	2,7	1,4	1,0	-1,8

Fonte: IBGE e Banco Central

estatísticas relativas ao segundo trimestre mostraram recuo das exportações e das importações, motivado pela greve dos auditores fiscais da Receita Federal, enquanto as referentes a julho e a agosto mostraram recuperação. Assim, a previsão para o aumento das exportações em 2006 passou de 7,5% para 5,8% e a das importações, de 14,3% para 14,1%.

Ressalte-se que essa estimativa prevê a contribuição de 4,1 p.p. da absorção doméstica para a expansão do PIB, destacando-se os expressivos crescimentos do consumo das famílias e dos investimentos, que refletem, respectivamente, ganhos de bem estar social e ampliação da capacidade produtiva do País.

Tabela 1.12 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda^{1/}
Taxa acumulada ao longo do ano

Discriminação	Variação %					
	2005				2006	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
PIB a preços de mercado	2,8	3,4	2,6	2,3	3,3	2,2
Consumo das famílias	3,3	3,2	3,0	3,1	3,6	3,8
Consumo do governo	1,1	2,1	1,8	1,6	1,9	1,9
Formação Bruta de						
Capital Fixo	2,3	3,1	1,2	1,6	9,0	5,9
Exportação	13,6	13,3	12,9	11,6	9,3	4,1
Importação	12,2	12,5	11,4	9,5	15,9	13,9

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Tabela 1.13 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %					
	2005				2006	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
PIB a preços de mercado	0,2	1,4	-1,2	1,2	1,3	0,5
Agropecuária	1,0	-0,4	-2,6	1,0	1,1	0,8
Indústria	-1,0	1,9	-0,8	1,3	1,2	-0,3
Serviços	0,0	0,9	0,2	0,7	0,6	0,6
Consumo das famílias	0,1	0,8	0,9	1,3	0,6	1,2
Consumo do governo	0,2	0,9	-0,4	0,2	1,2	0,8
Formação Bruta de						
Capital Fixo	-3,0	4,7	-0,9	1,7	3,7	-2,2
Exportação	2,9	4,0	0,9	0,5	3,4	-5,1
Importação	0,3	2,7	1,9	-0,5	10,4	-0,1

Fonte: IBGE

A agropecuária apresentou recuperação de 0,3% em relação ao primeiro trimestre. Essa tendência deverá se intensificar ao longo do ano, tendo em vista a previsão do IBGE de expansão de 4,9% para a safra de grãos, em 2006.

Considerando a evolução na margem, o PIB cresceu 0,5% no segundo trimestre de 2006, em relação ao trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados. Nessa base de comparação, a agropecuária cresceu 0,8%, e o setor de serviços, 0,6%, enquanto o produto do setor industrial recuou 0,3%. Por componentes da demanda, verificou-se recuperação do consumo, com elevações de 1,2% no consumo das famílias e de 0,8% nos gastos governamentais.

A evolução do PIB no primeiro semestre de 2006 e o desempenho recente de indicadores setoriais e de demanda mostram-se consistentes com a projeção de expansão de 3,5% do produto neste ano (ver box "Estimativa do PIB em 2006").

1.6 Investimentos

Segundo o IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, aumentaram 5,9% no primeiro semestre de 2006, ante igual período de 2005. A análise na margem revela, após a acentuada elevação de 3,7% registrada no primeiro trimestre de 2006, ante o quarto trimestre de 2005, redução de 2,2% dos investimentos no segundo trimestre do ano, em relação ao trimestre encerrado em março, dados dessazonalizados. O crescimento dos investimentos no segundo trimestre de 2006, em relação ao período correspondente do ano anterior, atingiu 2,9%.

O comportamento dos investimentos no ano vinha sendo sinalizado pela evolução de indicadores antecedentes, conforme tem sido mencionado nos últimos Relatórios de Inflação, entre eles o risco-Brasil, medido pelo *Emerging Markets Bonds Index Plus (Embi+)*, do JP Morgan. A evolução do risco-país continua a indicar o ambiente propício à retomada dos investimentos, comportamento que deverá se manter nos próximos meses, com efeitos positivos sobre o aumento da capacidade produtiva e a expansão do nível de atividade.

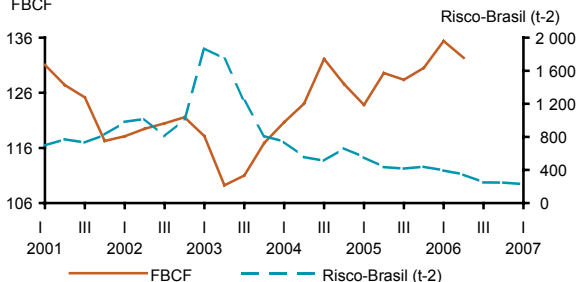
O aumento nos investimentos no primeiro semestre, conforme registrado pelas contas nacionais, já vinha sendo antecipado pela trajetória de indicadores mensais da FBCF, sobretudo pelo crescimento acumulado no ano de 4,7% para a construção civil, principal componente da FBCF. A

Gráfico 1.19 – Investimento (FBCF) e risco-Brasil

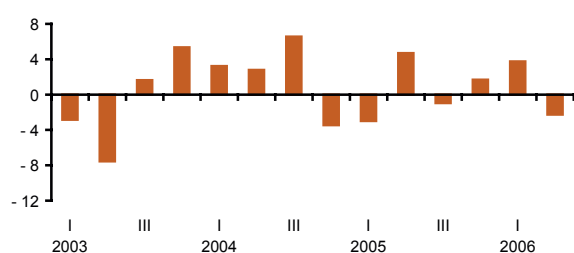
Dados dessazonalizados

1990=100

FBCF



Fonte: IBGE e JP Morgan

Gráfico 1.20 – Formação Bruta de Capital Fixo^{1/}Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Variação %

Fonte: IBGE

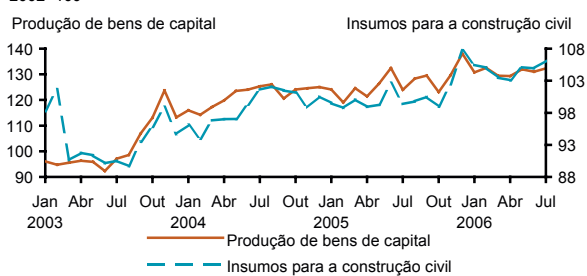
1/ Dados dessazonalizados.

Tabela 1.14 – Indicadores de investimento

Discriminação	Variação percentual			
	2006			
	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês^{1/}				
Bens de capital				
Produção	-0,1	2,0	-0,7	1,0
Importação	-6,7	0,6	9,3	1,7
Exportação	6,6	-9,3	7,5	-4,9
Insumos da construção civil	-0,4	2,0	-0,2	1,1
No ano				
Bens de capital				
Produção	6,7	6,6	5,0	5,5
Importação	31,7	29,5	28,8	29,6
Exportação	7,5	6,3	7,2	6,0
Insumos da construção civil	4,8	5,3	4,7	5,1
Financiamentos do BNDES	-12,1	-9,7	-8,7	-7,9

Fonte: IBGE, Funcex e BNDES

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.21 – Produção de bens de capital e de insumos para a construção civilDados dessazonalizados
2002=100

Fonte: IBGE

absorção de bens de capital continuou se expandindo no semestre, assegurada pelo crescimento de 5% na produção doméstica desses bens, com as taxas de crescimento das exportações e das importações desses bens atingindo 7,2% e 28,8%, respectivamente.

Estatísticas disponíveis para julho continuam a evidenciar a expansão dos indicadores da FBCF. A produção de insumos da construção civil e a produção de bens de capital apresentaram crescimentos anuais respectivos, até julho, de 5,1% e de 5,5%, e as exportações e as importações de bens de capital elevaram-se em 6% e 29,6%, respectivamente.

O desempenho favorável dos investimentos no ano vem ocorrendo a despeito do cenário de perda de renda do setor agropecuário, com desdobramentos negativos sobre a demanda por máquinas e equipamentos direcionados ao setor. Nesse contexto, as produções de máquinas e de demais peças e equipamentos agrícolas registraram, respectivamente, quedas de 19,7% e de 33,2% no ano, até julho.

A evolução dos investimentos nos primeiros sete meses do ano foi sustentada, fundamentalmente, pela produção de bens destinados aos setores de energia elétrica, da construção e de bens mistos, que aumentaram 36,8%, 16,2% e 9,6%, respectivamente, ante igual período de 2005.

A produção associada ao setor de transportes recuou 1%, no período, impulsionada, por um lado, pelo desempenho de itens destinados à construção de aviões, além de ônibus, mas afetada desfavoravelmente pela produção de máquinas agrícolas e de caminhões. Nesse sentido, de acordo com estatísticas da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção de ônibus elevou-se em 3,9% nos primeiros sete meses do ano, influenciada pelas exportações do setor; a produção de máquinas agrícolas recuou 19,1%, influenciada, principalmente, pelas quedas registradas nos segmentos de colheitadeiras, 33,4%, e de tratores de rodas, 23,3%; e a produção de caminhões decresceu 11,2%.

A continuidade dos resultados recentes dos investimentos deverá ser sustentada nos próximos meses, favorecida pelo baixo patamar do risco-país, assim como pelas intenções de ampliação de capacidade instalada, reveladas por levantamentos recentes da FGV.

Tabela 1.15 – Produção de bens de capital

Discriminação	Variação acumulada no ano			
	2006			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Bens de capital	6,7	6,6	5,0	5,5
Industriais	-1,8	-1,4	-1,9	-0,3
Seriados	-3,3	-2,8	-2,8	-0,9
Não seriados	7,5	7,7	4,4	3,6
Agrícolas	-17,8	-16,3	-18,6	-19,7
Peças agrícolas	-35,4	-32,3	-29,7	-33,2
Construção	17,8	19,2	17,5	16,2
Energia elétrica	40,8	40,2	37,1	36,8
Transportes	-2,8	-0,6	-2,4	-1,0
Misto	14,2	11,8	10,1	9,6

Fonte: IBGE

Tabela 1.16 – Produção de autoveículos

Discriminação	Variação percentual			
	2006			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Mês ^{1/}				
Máquinas agrícolas	-8,0	4,8	-7,9	-8,8
Ônibus	-8,0	10,3	-8,6	1,6
Caminhões	-8,6	10,4	-4,5	5,6
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}				
Máquinas agrícolas	6,1	1,9	-7,8	-8,7
Ônibus	17,8	15,7	5,7	1,5
Caminhões	-1,6	3,5	3,4	3,6
No ano				
Máquinas agrícolas	-19,0	-17,3	-18,4	-19,1
Ônibus	4,3	8,0	3,6	3,9
Caminhões	-14,9	-12,7	-13,7	-11,2

Fonte: Anfavea

^{1/} Dados dessazonalizados.

1.7 Conclusão

A atividade econômica seguiu em expansão no segundo e no início do terceiro trimestre deste ano, mantendo a tendência delineada desde 2003 e ritmo de crescimento compatível com o ambiente requerido para a estabilidade de preços. A demanda interna, novamente, respondeu integralmente pelo atual dinamismo do nível de atividade, registrando-se elevação tanto dos indicadores de consumo, favorecidos pelo crescimento da massa salarial real e pela melhoria das condições de crédito, quanto dos relativos a investimentos, em sintonia com a consistência dos fundamentos econômicos e com a evolução do risco-país.

Esse cenário se mostra sustentável para os próximos meses, levando-se em conta as perspectivas tanto para o comportamento da economia mundial quanto para os determinantes da absorção doméstica, como a evolução do emprego, da renda, do crédito e dos investimentos, estes estimulados pelo momento propício à aquisição de máquinas e equipamentos, pelo baixo patamar do risco-país, assim como pelas intenções de ampliação de capacidade produtiva.

A inflação registrou queda expressiva no trimestre encerrado em agosto, em relação à registrada no período de março a maio, principalmente se considerados os índices de preços ao consumidor. Esse comportamento, bem como a trajetória das expectativas de preços referentes a 2006 e a 2007, evidenciam a eficácia da política monetária adotada nos últimos trimestres.

No mesmo sentido, os núcleos de inflação, cujas variações acumuladas em doze meses, até agosto, foram as menores desde o segundo trimestre de 2001, por qualquer dos critérios adotados para o seu cálculo, mostram convergência para a trajetória de metas estabelecida para a inflação.

2.1 Índices gerais

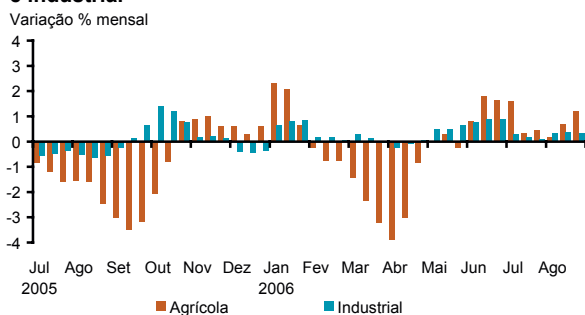
Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2006				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IGP-DI	0,02	0,38	0,67	0,17	0,41
IPA	-0,15	0,46	1,06	0,17	0,53
IPC-Br	0,34	-0,19	-0,40	0,06	0,16
INCC	0,36	1,32	0,90	0,47	0,24

Fonte: FGV

Entre os índices gerais de preços da FGV, o Índice Geral de Preços – 10 (IGP-10) e o Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) apresentaram taxas positivas em junho, julho e agosto, após registrarem variações negativas no trimestre encerrado em maio. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou elevação de 1,25% no trimestre encerrado em agosto, ante queda de 0,05% no trimestre finalizado em maio, resultado associado, essencialmente, à evolução dos preços no segmento atacadista, tanto agrícola quanto industrial.

Gráfico 2.1 – Evolução do IPA (10, M e DI) – Agrícola e industrial



No atacado, após registrar quedas de preços em março e em abril, os preços dos produtos industriais aumentaram 1,30% no trimestre encerrado em agosto, refletindo, entre outros fatores, a elevação das cotações das *commodities* metálicas e do petróleo nos mercados internacionais. As altas mais acentuadas ocorreram nos setores mecânica, matérias plásticas, ferro, aço e derivados e extrativa mineral. Os preços agrícolas, evidenciando o final da comercialização da nova safra, cresceram 3,34% no período, com as altas mais significativas ocorrendo nos preços do trigo, do arroz, da soja, das carnes bovinas e suínas e dos legumes e frutas.

Relativamente à evolução dos preços no segmento varejista, o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) apresentou redução de 0,18% no trimestre encerrado em agosto, ante alta de 0,36% no trimestre findo em maio. Assim como nos demais índices de preços ao consumidor, esse resultado esteve associado, principalmente, às quedas de preços nos grupos alimentação e vestuário.

2.2 Índices de preços ao consumidor

Índice de Preços ao Consumidor Amplo

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou variação de 0,03% no trimestre encerrado em agosto, ante 0,74% no trimestre março-maio, refletindo o arrefecimento dos preços livres e dos preços monitorados. O índice apresentou variações mensais de -0,21% em junho, menor variação desde outubro de 1998; de 0,19% em julho; e, de 0,05% em agosto.

O recuo da inflação no período esteve associado tanto à redução das variações dos preços livres, de 0,27% para -0,13%, como à dos preços monitorados, de 1,68% para 0,36%. A menor variação dos preços livres refletiu o recuo de 0,45% nos preços do grupo alimentação, influenciado pelas quedas de preços dos alimentos semi-elaborados e dos produtos *in natura*, devido às condições climáticas adequadas no período. A redução dos preços livres, excluído o grupo alimentação, atingiu 0,37% no trimestre encerrado em agosto, registrando-se variações de 0,44% no grupo vestuário; de 0,09% no grupo educação; e, de -0,42% em cuidados pessoais.

O processo de desinflação da economia foi liderado pelos preços de setores comercializáveis. Nos últimos meses, entretanto, os preços dos itens não comercializáveis começaram a oferecer contribuição mais significativa para esse processo. A consolidação do processo de desinflação passa pela convergência de preços em setores não comercializáveis para a trajetória das metas (ver boxe “Preços de Itens não Comercializáveis – Evolução Recente”).

A evolução do índice de difusão do IPCA, que revela a proporção do número de itens que apresentaram variação positiva no índice, constituiu-se em indicativo adicional da queda dos preços. Nesse sentido, o indicador apresentou

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

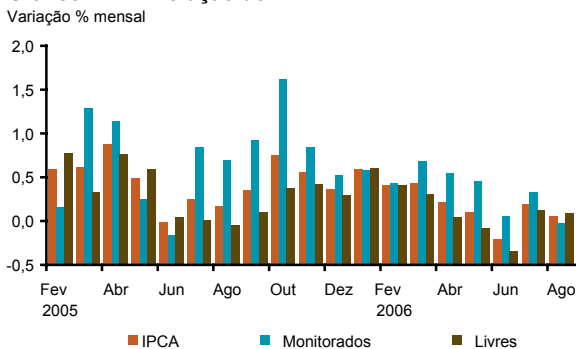


Gráfico 2.3 – IPCA – Alimentação

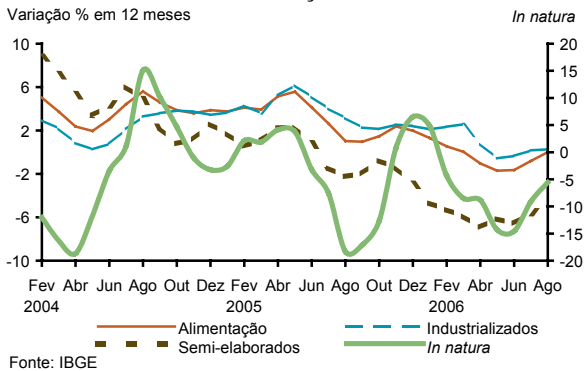
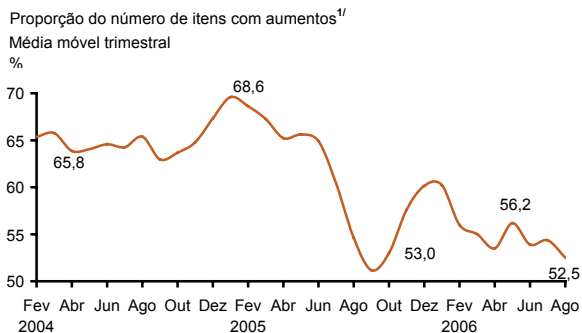


Gráfico 2.4 – Índice de difusão do IPCA



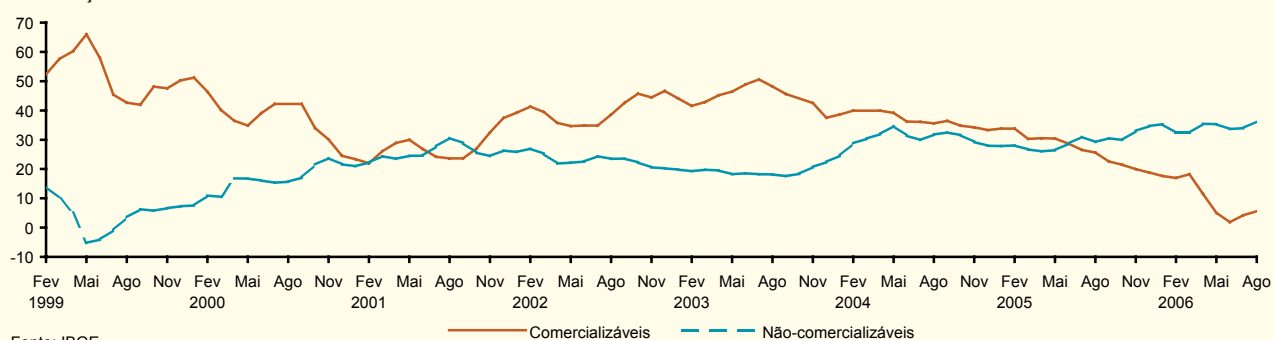
1/ O IPCA é composto por 512 itens.

Preços de Itens não Comercializáveis – Evolução Recente

A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em doze meses alcançou 3,84% em agosto de 2006, menor valor desde junho de 1999, situando-se no intervalo de tolerância da trajetória de metas para a inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A trajetória decrescente da inflação nos últimos anos foi liderada pela menor variação dos preços dos itens comercializáveis externamente, enquanto os preços administrados permaneceram em patamar elevado, mas com expectativa de forte desaceleração para 2006, e a inflação dos itens não comercializáveis manteve-se, até recentemente, relativamente estável, sem mostrar convergência para a trajetória de metas¹.

Gráfico 1 – Contribuição para o IPCA

% da variação em 12 meses



Fonte: IBGE

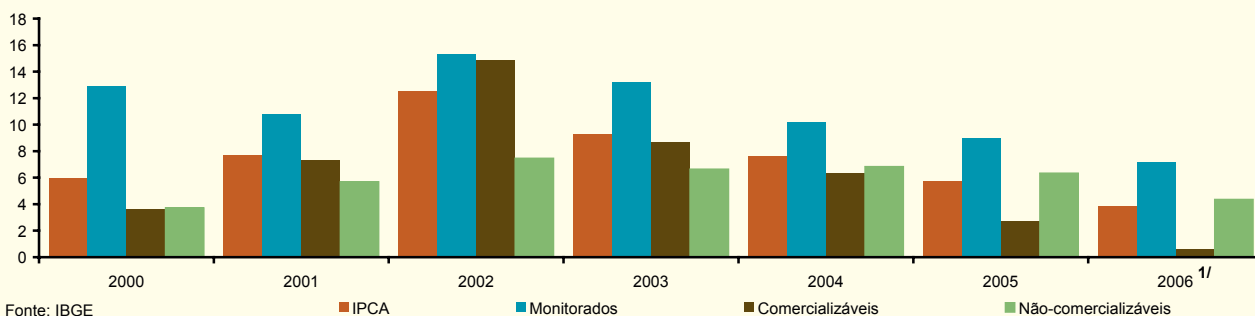
Os bens e serviços não comercializáveis representam cerca de 51% do segmento de preços livres no IPCA, ou seja pouco mais de um terço do índice total e possuem dinâmica de curto prazo

1/ São considerados comercializáveis os alimentos industrializados e semi-elaborados, artigos de limpeza, higiene e beleza, mobiliário, utensílios domésticos, equipamentos eletro-eletrônicos, veículos, álcool combustível, artigos de cama, mesa, banho, fumo e bebidas, vestuário e material escolar. O conjunto de preços de itens não comercializáveis inclui produtos *in natura*, alimentação fora do domicílio, aluguel, habitação-despesas operacionais, seguro, reparos, lavagem e estacionamento de veículos, recreação e cultura, matrícula e mensalidade escolar, livros didáticos, serviços médicos e serviços pessoais.

particular, distinta quer dos preços administrados, quer dos preços dos itens livres comercializáveis. Nos doze meses até agosto de 2006, enquanto os preços monitorados variaram 7,16%, os preços livres aumentaram 2,35%, resultado das variações de 0,59% dos preços comercializáveis e de 4,37% dos preços não comercializáveis. Assim, a variação dos preços não comercializáveis foi responsável por 36,28% da taxa de inflação, enquanto os preços comercializáveis contribuíam com 5,59% (Gráfico 1). O peso relativo das distintas contribuições tem variado no tempo, em função das flutuações da taxa de câmbio e da atividade econômica, mas a tendência dos últimos anos tem sido clara no sentido de maior impacto da inflação de não comercializáveis. Assim sendo, a análise de seu comportamento pode oferecer perspectivas interessantes sobre a evolução futura da inflação.

Gráfico 2 – IPCA

Variação %



Fonte: IBGE

1/ Em 12 meses até agosto.

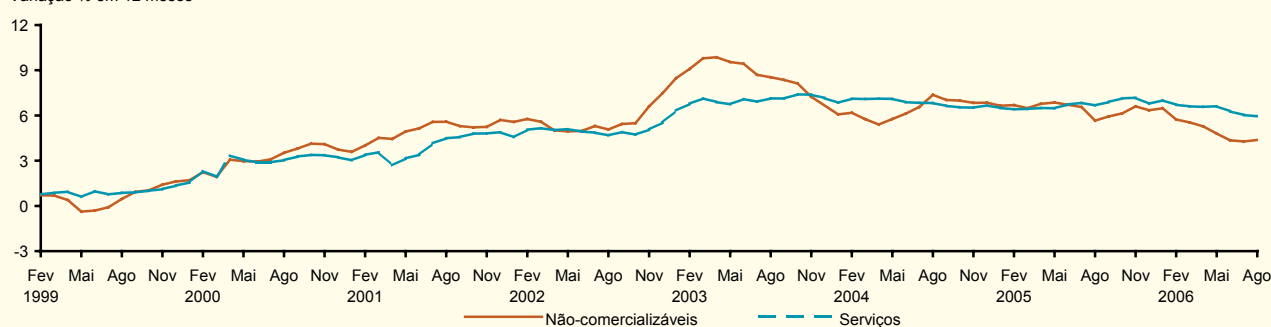
O processo de desaceleração dos índices de preços desde 2002 é evidenciado pelo Gráfico 2, que mostra a evolução do IPCA e dos grupos administrados, comercializáveis e não comercializáveis. O efeito da apreciação nominal do câmbio tem sido fator determinante para o comportamento dos preços dos bens comercializáveis, que acumularam 14,88% em 2002; 8,69% em 2003; 6,32% em 2004; 2,74% em 2005; e 0,59% nos doze meses terminados em agosto de 2006². O recuo da inflação de bens e serviços não comercializáveis foi mais discreto. Estes mantiveram-se em um patamar relativamente estável, variando 7,47% em 2002; 6,65% em 2003; 6,85% em 2004; 6,35% em 2005; e 4,37% nos doze meses

2/ Diferenciais de crescimento de produtividade e a evolução das preferências dos indivíduos determinam o preço relativo de comercializáveis e não comercializáveis ao longo do tempo. Este boxe, contudo, trata apenas do comportamento da inflação no curto prazo e não dessas tendências de preços relativos em horizontes mais longos.

terminados em agosto de 2006. Esse comportamento defasado dos preços de itens não comercializáveis em relação aos comercializáveis não é novo. De fato, tanto em períodos de aceleração inflacionária quanto de desinflação, a variação dos preços de itens não comercializáveis tem sido menos pronunciada do que a dos demais preços livres. Desde o início do regime de metas, em junho de 1999, o coeficiente de variação do IPCA não comercializáveis é de 0,9 (0,4 considerando apenas os itens relativos a serviços), frente a 1,3 para os itens livres comercializáveis.

Gráfico 3 – IPCA – Não-comercializáveis e serviços

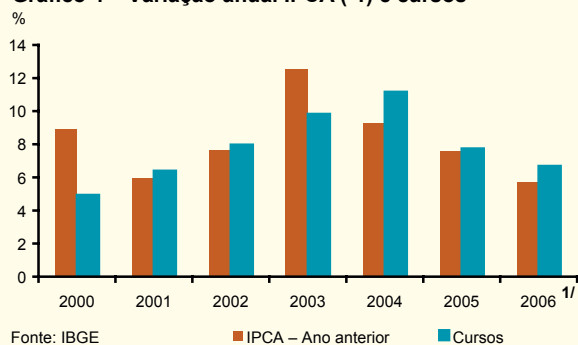
Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

Contudo, a desinflação de não comercializáveis se acelerou a partir do início de 2006, em parte beneficiada pela deflação de certos preços de produtos *in natura*, mas também por certa redução na variação dos preços dos serviços³. A menor rigidez na variação dos preços dos itens não comercializáveis, em particular dos preços dos serviços, que parece estar começando a ocorrer (Gráfico 3), será fundamental para consolidar a desinflação do IPCA nos próximos anos.

Gráfico 4 – Variação anual IPCA (-1) e cursos



Fonte: IBGE
1/ Até agosto.

A experiência brasileira sugere que os determinantes da variação dos itens não comercializáveis são a inflação passada e a remuneração do trabalho, bem como regras e costumes específicos de alguns segmentos. O efeito da inflação passada, embora mais acentuado no grupo de preços monitorados, no qual persiste a indexação contratual para reajustes de determinadas tarifas, pode ser observado, também, no grupo dos preços não comercializáveis, em especial no item cursos, que engloba matrícula e mensalidade escolar (Gráfico 4).

3/ Consertos e manutenção, pintura de veículo, serviços de saúde, serviços pessoais e cursos.

Relativamente à remuneração do trabalho, os dados de rendimento médio nominal do pessoal ocupado da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE apresentaram crescimentos de 5,2% em 2004 e de 8,1% em 2005. Essa elevação dos rendimentos tem impacto sobre alguns itens do IPCA, em especial sobre os bens não comercializáveis do grupo despesas pessoais. Esse grupo, que tem peso de 26,29% nos bens não comercializáveis, registrou variação de 5,82% em 2004; de 8,76% em 2005; e de 6,87% nos doze meses encerrados em agosto de 2006. O principal responsável por esse comportamento foi o item empregado doméstico, que registrou elevação de 4,52%, 11,51% e 11,41% nos mesmos períodos, respectivamente.

Condomínio constitui um item do grupo dos bens não comercializáveis que reflete características específicas. A sua variação depende do comportamento dos principais custos de manutenção dos condomínios residenciais, que são, basicamente, as tarifas de água e de energia elétrica e o pagamento de empregados. As tarifas fazem parte do grupo de produtos com preços administrados, e têm registrado índices elevados, enquanto o gasto com os empregados reflete o crescimento dos rendimentos da economia. Desse modo, esse item registra variações acima da inflação média e tem contribuído para que o grupo de bens não comercializáveis permaneça em patamar elevado. A variação de condomínio no IPCA atingiu 6,01% em 2002; 11,58% em 2003; variação próxima a 9% em 2004 e 2005; e 9,4% nos doze meses terminados em agosto de 2006.

O comportamento dos preços não comercializáveis reflete, em síntese, os efeitos do ciclo econômico, a ausência da disciplina proporcionada pela competição externa, e certas convenções, presentes por exemplo na determinação das mensalidades escolares, que tendem a aumentar sua correlação com a inflação passada, isto é, seu caráter inercial. Nesse sentido, sua queda mais acentuada em direção à trajetória das metas por um período mais longo requer a manutenção da inflação geral em patamares reduzidos, bem como iniciativas que favoreçam o crescimento da produtividade no setor de serviços.

média de 52,5% no trimestre encerrado em agosto, mostrando tendência declinante em relação ao trimestre encerrado em maio, quando atingiu 56,2%.

Com o resultado de agosto, o IPCA acumulou variação de 1,78% no ano, ante elevação de 3,59% de janeiro a agosto de 2005. Os preços dos bens e serviços monitorados cresceram 3,07% e os preços livres, 1,14%.

2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados aumentaram 0,36% no trimestre encerrado em agosto, apresentando tendência de desaceleração em relação aos cinco primeiros meses do ano, quando haviam acumulado crescimento de 2,7%. Esse comportamento refletiu, principalmente, a queda dos preços das tarifas de energia elétrica e de telefone fixo, contrapondo-se aos impactos dos aumentos das tarifas de ônibus intermunicipal e interestadual.

A variação de 0,36% nos preços monitorados correspondeu a 0,11 p.p. da taxa de 0,03% do IPCA, no trimestre; e, a dos preços livres, a -0,08 p.p.

De acordo com o reajuste de telefonia autorizado em julho, pela Anatel, o item telefone fixo apresentou variação negativa de 0,81% no trimestre encerrado em agosto, como resultado das quedas de 0,49% no subitem assinatura, de 0,47% nos pulsos, de 2,7% nas ligações de longa distância nacional e de 8% nas ligações de longa distância internacional.

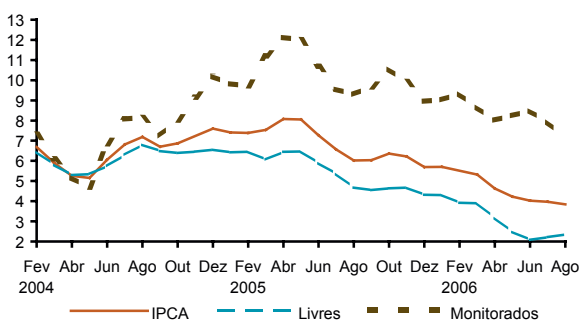
O item energia elétrica residencial apresentou variação negativa de 0,41%, no trimestre, registrando-se reduções de 1,91% em São Paulo, 9% em Curitiba, e 7,63% em Brasília; e aumento de 5,19% em Belém. O preço da gasolina apresentou redução de 1,2% no trimestre encerrado em agosto, ante elevação de 3,14% no trimestre encerrado em maio.

2.4 Núcleo de inflação

Os núcleos do IPCA acompanharam, no período de junho a agosto, a trajetória declinante apresentada pelo índice cheio. O núcleo do IPCA, calculado com a exclusão de alimentos no domicílio e de preços monitorados, recuou 0,16% em junho, e aumentou 0,14% em julho e 0,13% em

Gráfico 2.5 – IPCA – Grupos discriminados

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

Tabela 2.2 – Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2006					
		Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	No ano
IPCA	100,00	0,21	0,10	-0,21	0,19	0,05	1,78
Livres	66,48	0,04	-0,08	-0,35	0,13	0,09	1,14
Monitorados	33,52	0,54	0,45	0,06	0,33	-0,03	3,07
Principais itens							
Energia elétrica	4,72	1,23	0,24	0,48	-0,73	-0,16	0,63
Água e esgoto	1,95	-0,30	-0,04	0,40	0,27	0,51	2,91
Ônibus urbano	5,26	0,00	0,16	0,05	0,00	0,00	3,35
Passagem aérea	0,69	-0,65	-0,30	-1,09	0,63	-1,97	-8,62
Gasolina	4,53	-0,09	0,44	-1,60	0,81	-0,40	3,70
Gás de bujão	1,58	0,67	1,26	1,54	0,44	0,31	6,46
Remédios	4,03	2,03	1,41	0,21	0,25	-0,14	4,42
Plano de saúde	2,77	1,04	1,04	0,99	0,79	0,76	8,95

Fonte: IBGE

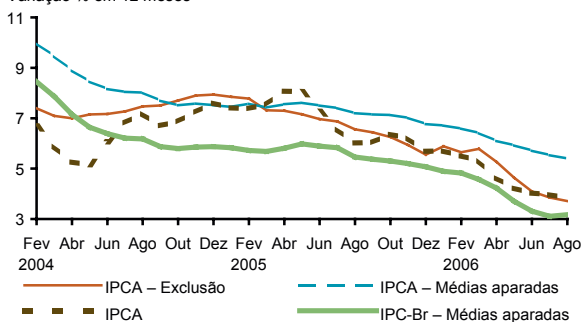
Tabela 2.3 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2006				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA (cheio)	0,21	0,10	-0,21	0,19	0,05
Exclusão	0,22	-0,03	-0,16	0,14	0,13
Médias aparadas					
Com suavização	0,41	0,47	0,30	0,29	0,23
Sem suavização	0,19	0,24	0,07	0,20	0,00
IPC-Br (cheio)	0,34	-0,19	-0,40	0,06	0,16
Médias aparadas	0,32	0,22	0,04	0,11	0,13

Fonte: IBGE, Bacen e FGV

Gráfico 2.6 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fonte: Bacen e FGV

agosto, acumulando alta de 0,11% nos três meses. De março a maio deste ano, o indicador havia crescido 0,72%. Nos últimos doze meses, o indicador registrou 3,71%, o patamar mais baixo desde abril de 2001.

O núcleo calculado pelo método das médias aparadas, com suavização de itens preestabelecidos, registrou variações de 0,3% em junho, 0,29% em julho e 0,23% em agosto, valores mais baixos desde junho de 1999, totalizando 0,82% no período, ante 1,33% no trimestre encerrado em maio. O critério utilizado para o cálculo dessa medida de núcleo 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 de itens cujas variações são concentradas em poucos períodos do ano. Nos últimos doze meses, esse indicador acumulou alta de 5,4%. Sem o procedimento de suavização de itens específicos, o núcleo de inflação por médias aparadas variou 0,07% em junho, 0,2% em julho e manteve-se estável em agosto, acumulando alta de 0,27% no período, ante 0,73% de março a maio. Nos doze meses finalizados em agosto, o indicador acumulou alta de 3,75%, seu nível mais baixo desde abril de 2001.

O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela FGV pelo método das médias aparadas com suavização, acumulou alta de 3,17% nos últimos doze meses, registrando aumentos de 0,04% em junho, 0,11% em julho e 0,13% em agosto.

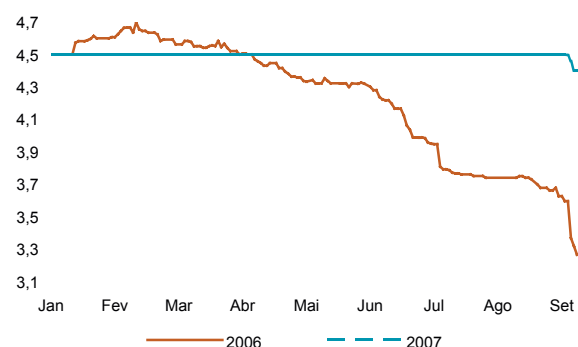
2.5 Expectativas de mercado

Segundo a pesquisa conduzida pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) do Banco Central, as expectativas para o IPCA de 2006 continuaram recuando, alcançando 3,3% na segunda semana de setembro. Para 2007, após permanecerem alinhadas com a meta de 4,5%, estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), durante 55 semanas, as expectativas para a inflação caíram para 4,4% na segunda semana de setembro.

A revisão das expectativas de inflação para 2006 refletiu, em larga medida, a incorporação das variações do IPCA no trimestre encerrado em julho, significativamente menor do que a prevista. As expectativas para doze meses à frente mantiveram-se relativamente estáveis em torno de 4,5% até a segunda semana de setembro, quando apresentaram redução para 4,4%. De maneira geral, as expectativas de mercado continuam consolidando um

Gráfico 2.7 – IPCA

Medianas



cenário benigno para a inflação, com a expectativa de menor inércia inflacionária e de cumprimento das metas de inflação pelo terceiro ano consecutivo.

Gráfico 2.8 – IGP-M e IPA-DI

Medianas 2006

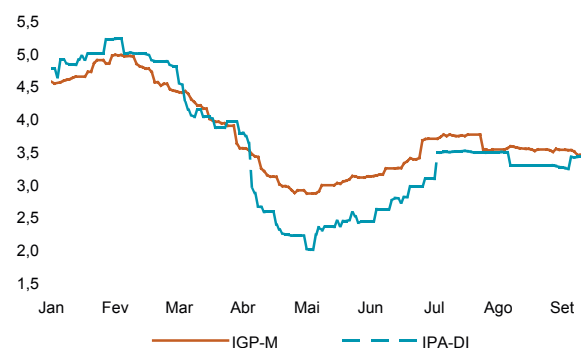
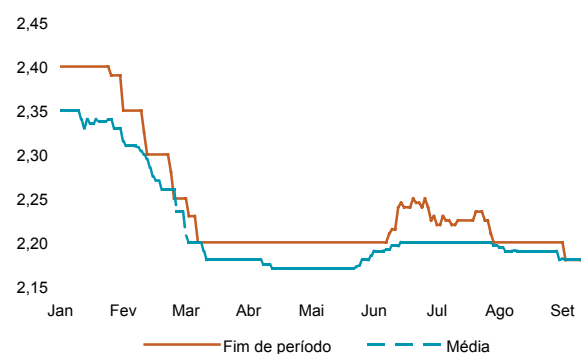


Gráfico 2.9 – Câmbio

Medianas 2006



As expectativas para a variação dos índices gerais de preços, que servem de referência para a correção de algumas tarifas públicas, contribuem para reforçar o ambiente de desaceleração inflacionária que prevalece em 2006, com potenciais repercussões sobre o comportamento dos preços nos anos à frente. As medianas do final da segunda semana de setembro para o IGP-M e para o Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) corresponderam a 3,5% e 3,4%, respectivamente, em relação às projeções de junho para esses índices (3,7% e 3,1%). Para 2007, as projeções do mercado para o IGP-M e IPA-DI mantiveram-se estáveis em 4,5% durante todo o trimestre.

As expectativas de reajuste de preços administrados, por sua vez, contribuem para a expectativa de menor inércia inflacionária, facilitando a ancoragem das expectativas à trajetória das metas. A mediana das expectativas para 2006 mantinha-se estável há três semanas em 4,5%, caindo para 4,4% na segunda semana de setembro, enquanto que, para 2007, a mediana se mantém estável em 4,5% há dezessete semanas.

A percepção de maior estabilidade da taxa de câmbio continua fortalecendo o quadro de menor pressão inflacionária. Tanto considerando a taxa média como a de final de período, as medianas para a taxa de câmbio esperada em 2006 retrocederam no terceiro trimestre, alcançando R\$2,18/US\$ na segunda semana de setembro. No mesmo período, a expectativa para a taxa média de câmbio em 2007 foi reduzida de R\$2,32/US\$ para R\$2,27/US\$.

Tabela 2.4 – Resumo das expectativas de mercado

	31.3.2006		30.6.2006		8.9.2006	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
IPCA	4,5	4,5	4,0	4,5	3,3	4,4
IGP-M	3,6	4,5	3,7	4,5	3,5	4,5
IPA-DI	3,8	4,6	3,1	4,5	3,4	4,5
Preços administrados	4,5	4,1	4,5	4,5	4,4	4,5
Selic (fim de período)	14,1	13,0	14,3	13,0	13,8	12,8
Selic (média do período)	15,3	13,6	15,4	13,7	15,2	13,2
Câmbio (fim de período)	2,20	2,34	2,23	2,35	2,18	2,30
Câmbio (média do período)	2,18	2,28	2,20	2,32	2,18	2,27
PIB	3,5	3,6	3,6	3,7	3,2	3,5

No que diz respeito à condução da política monetária, observa-se que o mercado ajustou suas expectativas para a evolução da taxa de juros para 2006, sinalizando uma perspectiva de consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável, em horizontes mais longos. Para 2006, a projeção para a taxa Selic de final de período evoluiu de 14,3% a.a., no final de junho, para 13,8% a.a., na segunda semana de setembro, enquanto para 2007 as expectativas caíram de 13% a.a. para 12,8% a.a.

O mercado também ajustou suas previsões para o crescimento da economia. As projeções de crescimento do PIB para 2006 e 2007 foram revisadas para 3,2% e 3,5%, respectivamente, ante as previsões do trimestre anterior, de 3,6% e 3,7%.

2.6 Conclusão

O comportamento dos preços nos últimos meses, bem como as expectativas quanto à sua evolução, evidenciam que as incertezas relativas à trajetória da inflação, presentes anteriormente, estão sendo progressivamente dissipadas. Essa evolução deve ser atribuída, fundamentalmente, à ação da política monetária, ainda que seja possível identificar no comportamento recente dos preços fatores pontuais relacionados às condições de oferta.

Nesse sentido, a perspectiva favorável para a evolução futura dos preços, expressa pelas estimativas de mercado, também resulta, fundamentalmente, das ações de política monetária que têm sido implementadas. Para os próximos meses, não se vislumbram pressões generalizadas sobre preços, sejam de ordem inercial ou relacionadas à recuperação de margens, o que contribui para consolidar as expectativas de que a inflação continue evoluindo de acordo com a trajetória de metas fixada para 2006, 2007 e 2008.

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

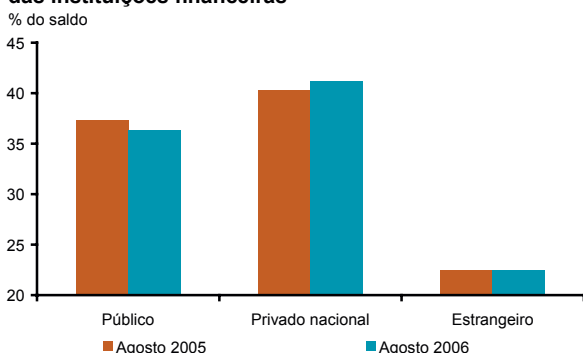
Discriminação	2006				R\$ bilhões	
	Mai	Jun	Jul	Ago	Variação %	
					3 meses	12 meses
Total	654,5	658,9	668,7	674,3	3,0	20,9
Recursos livres	443,3	446,1	454,4	459,5	3,6	24,0
Direcionados	211,1	212,8	214,3	214,8	1,7	14,7

Participação %:						
Total/PIB	32,6	32,6	32,8	32,8		
Rec. livres/PIB	22,1	22,1	22,3	22,3		
Rec. direc./PIB	10,5	10,5	10,5	10,5		

3.1 Crédito

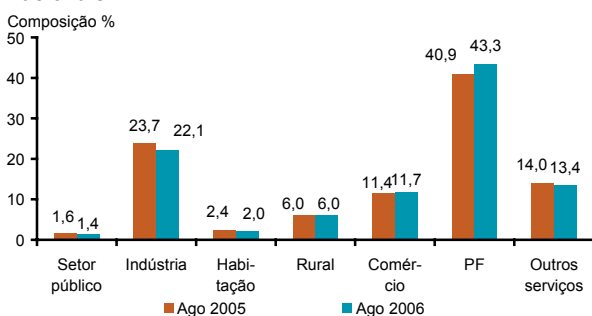
As operações de crédito do sistema financeiro mantiveram trajetória de expansão no trimestre encerrado em agosto, embora em ritmo menos acentuado do que no trimestre março-maio. Manteve-se a predominância das operações concedidas com recursos livres, em especial as contratadas com pessoas físicas, condicionadas pela demanda por créditos consignados em folha de pagamento e pelos financiamentos para aquisição de bens duráveis. Em relação ao crédito para o segmento de pessoas jurídicas, as modalidades referenciadas em recursos domésticos apresentaram evolução positiva, e as lastreadas em moeda estrangeira, redução.

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras



As operações de crédito do sistema financeiro, contratadas com recursos livres e direcionados, totalizaram R\$674,3 bilhões em agosto, registrando-se crescimentos de 3% no trimestre, ante 6,2% no trimestre anterior, e de 20,9% no período de doze meses. O volume total dos empréstimos passou a representar 32,8% do PIB, ante 32,6% em maio e 29,8% em agosto de 2005.

Gráfico 3.2 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições privadas nacionais



Com referência à evolução do crédito segundo o controle de capital do credor, as operações realizadas pelas instituições financeiras privadas nacionais somaram R\$277,7 bilhões em agosto, com elevações de 2,5% no trimestre e de 23,5% em doze meses. Esse volume representou 41,2% do total concedido pelo sistema financeiro, ressaltando-se os empréstimos destinados a pessoas físicas, outros serviços e comércio. Os financiamentos concedidos pelas instituições financeiras estrangeiras cresceram 4,5% no trimestre e 21,2% em relação a agosto de 2005, atingindo R\$151,6 bilhões, com destaque para os segmentos de pessoas físicas e comércio. Os financiamentos efetuados pelos bancos públicos representaram 36,3% do total de crédito concedido, somando R\$245 bilhões, com acréscimos de 2,7% em relação a maio e de 17,8% em doze meses, prevalecendo as operações com os ramos de outros serviços e indústria.

Gráfico 3.3 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições públicas

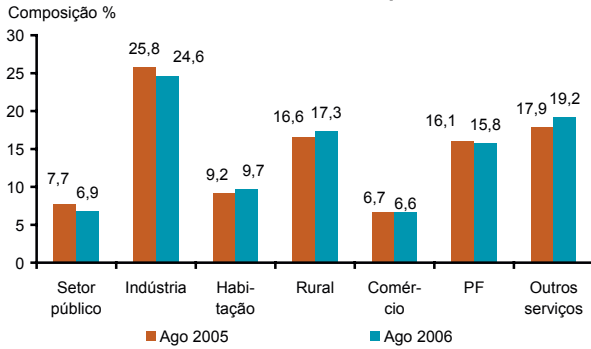


Gráfico 3.4 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições estrangeiras

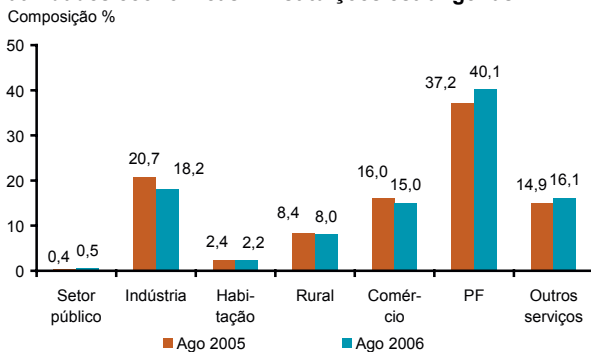
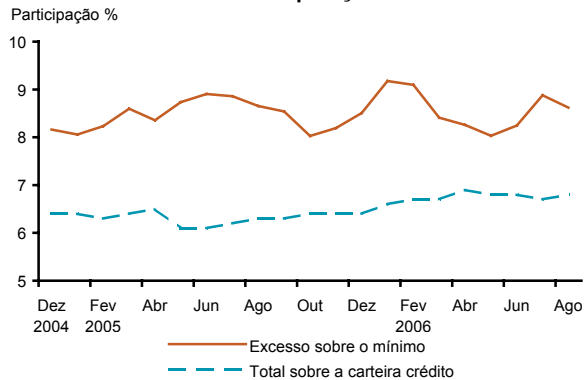


Gráfico 3.5 – Provisões de operações de crédito



Relativamente à distribuição do crédito total por ramo de atividade econômica, o saldo das operações destinadas ao setor privado totalizou R\$655,3 bilhões em agosto, com expansão de 3,5% no trimestre. A variação no período refletiu, em grande parte, os crescimentos de 5% nos créditos contratados com pessoas físicas, saldo de R\$221,2 bilhões, e de 3,2% nos empréstimos concedidos ao segmento de serviços, R\$109,1 bilhões, sobressaindo as operações para as atividades de aviação civil e distribuição de combustíveis. Os financiamentos para o comércio aumentaram 4,9% no trimestre, alcançando R\$72 bilhões, com ênfase nas operações relacionadas aos setores alimentos, móveis e eletrodomésticos e combustíveis. Os créditos destinados à indústria somaram R\$148,9 bilhões, com expansão trimestral de 1,5%, com destaque para os setores de mineração, química e transportes.

Os financiamentos concedidos ao setor público totalizaram R\$19 bilhões em agosto, com queda de 10,4% no trimestre. A dívida dos governos estaduais e municipais alcançou R\$14,5 bilhões, apresentando redução de 12,8%, ressaltando-se as liquidações de operações realizadas com as empresas de geração e distribuição de eletricidade. Os créditos para o governo federal apresentaram retração de 1,9% no trimestre, atingindo R\$4,5 bilhões, resultado da amortização de dívidas do setor de energia.

A taxa de inadimplência do sistema financeiro, consideradas as operações de crédito com recursos livres e direcionados vencidas há mais de noventa dias, alcançou 3,9% em agosto, ante 4% em maio. Ao mesmo tempo, as provisões constituídas pelo sistema financeiro representaram 6,8% da carteira total de crédito em agosto, mesmo percentual de maio, situando-se 8,6% acima do mínimo requerido pela Resolução 2.682. O volume adicional de provisões concentrou-se, basicamente, em número reduzido de instituições financeiras privadas nacionais.

Operações de crédito com recursos direcionados

A parcela do crédito do sistema financeiro correspondente aos recursos direcionados alcançou R\$214,8 bilhões no trimestre encerrado em agosto, com aumentos de 1,7% em relação a maio e de 14,7% em doze meses. A evolução trimestral evidenciou, principalmente, a elevação de 1,3% nos financiamentos efetuados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), refletindo o aumento dos repasses via

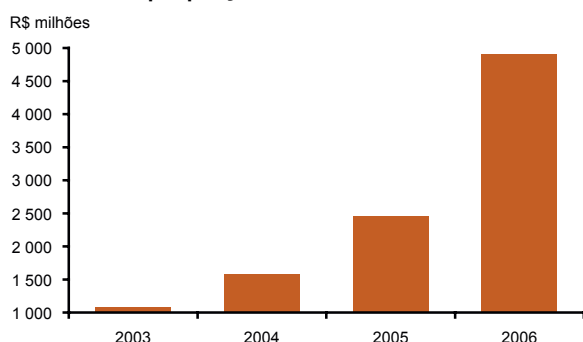
intermediários financeiros. Os financiamentos destinados ao segmento habitacional aumentaram 5,7% no trimestre, com ênfase no desempenho das instituições públicas.

Os financiamentos rurais concedidos com recursos direcionados somaram R\$47,5 bilhões em agosto. O aumento trimestral de 0,4% esteve influenciado, por um lado, pelo recuo no saldo das aplicações obrigatórias destinadas ao custeio agrícola, consistente com a sazonalidade do período, e pela menor demanda para o custeio da safra 2006/2007, enquanto, por outro lado, registrou-se aumento da procura por recursos destinados a investimento e comercialização agrícolas. A participação relativa da modalidade de custeio no total de financiamentos rurais declinou de 40,9% em maio, para 40,3% em agosto. No mesmo período, a participação relativa do investimento agrícola recuou de 52,8% para 52,7%, não obstante a expansão dos financiamentos rurais contratados com recursos oriundos dos repasses de fundos e programas públicos. A representatividade da comercialização no volume total do crédito rural elevou-se de 6,3%, em maio, para 7%, em agosto.

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2006				3	12
	Mai	Jun	Jul	Ago	meses	meses
Total	211,1	212,8	214,3	214,8	1,7	14,7
BNDDES	127,1	127,5	129,2	128,7	1,3	14,1
Direto	67,9	67,3	68,6	66,7	-1,7	8,3
Repasses	59,2	60,2	60,5	62,0	4,7	14,2
Rural	47,4	47,8	47,1	47,5	0,4	22,2
Bancos e agências	45,5	45,8	45,3	45,7	0,6	21,3
Cooperativas	1,9	2,0	1,8	1,8	-3,4	49,4
Habituação	30,9	31,6	32,2	32,7	5,7	23,6
Outros	5,8	5,8	5,8	5,9	2,4	-1,8

Gráfico 3.6 – Crédito habitacional com recursos da caderneta de poupança – Sete meses do ano



O volume do crédito habitacional atingiu R\$32,7 bilhões em agosto, ante R\$30,9 bilhões ao final do trimestre anterior. A expansão acumulada em doze meses nesses financiamentos atingiu 23,6%, refletindo, principalmente, os efeitos das medidas estabelecidas pelo CMN com o objetivo de aumentar a oferta de recursos ao setor habitacional. Nesse sentido, os novos desembolsos originários dos recursos da caderneta de poupança totalizaram R\$4,7 bilhões nos primeiros sete meses de 2006, superando em 99,1% o valor concedido em igual período do ano anterior.

O saldo dos financiamentos efetuados pelo sistema BNDDES, representando 59,9% do total do crédito direcionado, atingiu R\$128,7 bilhões em agosto, com acréscimo de 1,3% em relação a maio. Essa variação refletiu a elevação de 4,7% nas operações contratadas sob a forma de repasses via instituições financeiras, saldo de R\$62 bilhões, e queda de 1,7% nos empréstimos concedidos diretamente, que somaram R\$66,7 bilhões.

Os desembolsos realizados pelo BNDDES, considerando dados até agosto, totalizaram R\$27,3 bilhões, apresentando recuo de 4,9% ante o resultado do período correspondente de 2005. Esse desempenho traduziu, basicamente, a diminuição de 10,1% nas operações destinadas ao comércio e serviços, volume de R\$11 bilhões, refletindo a queda dos financiamentos voltados aos setores

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		Variação %
	Jan-ago		
	2005	2006	
Total	28 740	27 341	-4,9
Indústria	13 765	14 213	3,3
Outros equipamentos de transportes ^{1/}	3 427	3 878	13,2
Veículo automotor	2 148	1 977	-8,0
Máq. e equipamentos	1 451	1 263	-13,0
Prod. alimentícios e bebidas	1 477	2 362	59,9
Produtos químicos	779	415	-46,7
Celulose e papel	790	1 059	34,1
Comércio/Serviços	12 225	10 988	-10,1
Transporte terrestre	4 189	4 627	10,5
Eletricidade, gás, água quente	3 505	2 537	-27,6
Correios e telecomunicações	1 043	491	-52,9
Comércio e reparação de veículos	598	731	22,2
Agropecuária	2 750	2 140	-22,2

Fonte: BNDES

1/ Inclui indústria aeronáutica.

de energia e eletricidade e de telecomunicações. Ainda considerando os desembolsos efetuados nos primeiros oito meses de 2006 em relação ao mesmo período do ano anterior, as concessões para o setor agropecuário, sobretudo para aquisição de máquinas e implementos agrícolas, somaram R\$2,1 bilhões, com declínio de 22,2%, e as destinadas à indústria, impulsionadas pelo setor de bebidas e de alimentos, atingiram R\$14,2 bilhões, expandindo-se 3,3% no período.

As consultas formalizadas ao BNDES, que representam potenciais desembolsos para investimentos de médio e longo prazos, somaram R\$61,7 bilhões de janeiro a agosto, 7,9% superiores ao resultado registrado nos oito primeiros meses de 2005. Esse aumento esteve associado à elevação de 16,8% no setor comércio/serviços, influenciada pela maior demanda dos segmentos correio e telecomunicações, transporte terrestre e construção. No mesmo sentido, os pedidos de novos financiamentos do setor industrial cresceram 3,2%, atingindo R\$34,7 bilhões. As solicitações formuladas pela atividade agropecuária registraram recuo de 1%, totalizando R\$2,9 bilhões.

Operações de crédito com recursos livres

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2006				3	12
	Mai	Jun	Jul	Ago		
Total	443,3	446,1	454,4	459,5	3,6	24,0
Pessoa jurídica	230,8	231,9	236,5	236,3	2,4	20,1
Recursos domésticos	177,3	181,5	183,5	184,8	4,2	24,3
Referencial ^{1/}	144,4	148,6	148,3	148,7	3,0	19,7
Leasing	15,1	15,7	16,3	17,7	17,3	46,9
Rural	2,4	2,4	2,4	2,1	-12,4	20,6
Outros	15,4	14,9	16,4	16,2	5,4	53,4
Recursos externos	53,5	50,4	53,0	51,6	-3,6	7,2
Pessoa física	212,5	214,1	217,9	223,2	5,0	28,3
Referencial ^{1/}	175,5	177,2	180,5	183,9	4,8	26,7
Cooperativas	8,9	9,0	9,1	9,2	3,4	17,2
Leasing	10,8	11,2	11,6	12,0	11,0	82,4
Outros	17,3	16,8	16,8	18,1	4,4	26,6

1/ Crédito referencial para taxas de juros, definidos pela Circular 2.957, de 30.12.1999.

As operações de crédito realizadas com recursos livres somaram R\$459,5 bilhões em agosto, com crescimentos de 3,6% em relação ao trimestre encerrado em maio, e de 24% em doze meses. A participação relativa desse segmento no estoque total de crédito do sistema financeiro atingiu 68,1%, ante 66,4% em agosto de 2005, o maior valor desde julho de 2001 (68%).

Os empréstimos para pessoas jurídicas totalizaram R\$236,3 bilhões em agosto, aumentando 2,4% em relação a maio. As carteiras referenciadas em recursos domésticos cresceram 4,2%, registrando-se aumentos de 3,9% na modalidade capital de giro, evidenciando as operações destinadas ao segmento de geração de energia, e de 1,6% em conta garantida. Os financiamentos lastreados em recursos externos totalizaram R\$51,6 bilhões, apresentando queda de 3,6% no trimestre.

Os empréstimos às pessoas físicas atingiram R\$223,2 bilhões em agosto, com aumento de 5% em relação a maio. Essa variação esteve associada, basicamente, ao aumento de 4,8% na parcela relativa ao crédito referencial para taxas de juros, cuja participação no segmento de pessoas

Gráfico 3.7 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

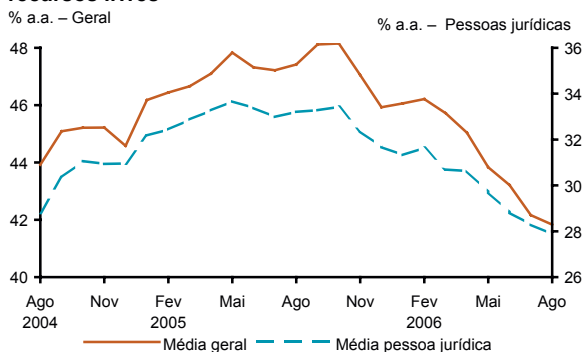


Gráfico 3.8 – Taxas das operações de crédito a juros prefixados – Pessoa física

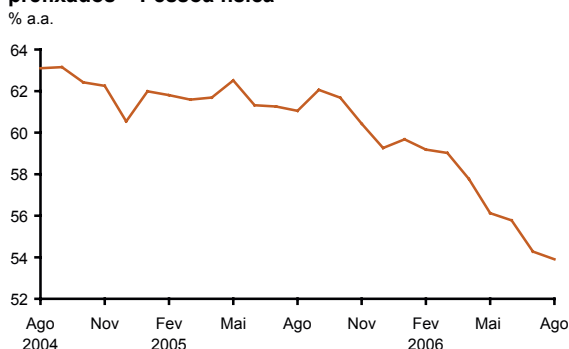
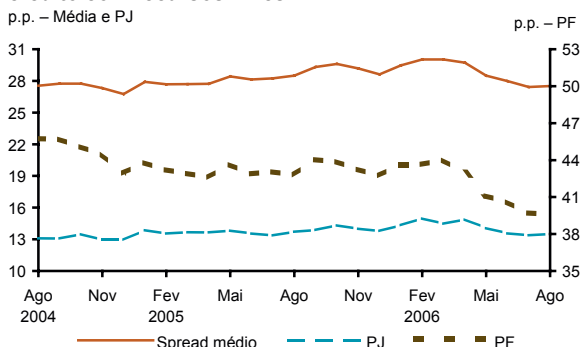


Gráfico 3.9 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres



físicas atingiu 82,4%. Contribuíram para esse movimento as expansões de 5,8% e de 6,9% registradas nas carteiras de crédito pessoal e de aquisição de veículos, respectivamente. Assinale-se que a evolução da modalidade de crédito pessoal permanece vinculada à trajetória dos empréstimos consignados em folhas de pagamento, cuja participação relativa cresceu de 49,4%, em maio, para 52,6%, em agosto. Em sentido oposto, o volume de cheque especial recuou 1,3% no trimestre, e a sua participação relativa passou de 7,6% para 7,1%.

O saldo das operações de arrendamento mercantil totalizou R\$29,7 bilhões em agosto, com aumentos de 14,7% em relação a maio e de 59,4% em doze meses, refletindo o maior número de operações relacionadas com veículos e com máquinas e equipamentos. Por segmentos, as operações de *leasing* contratadas com pessoas jurídicas somaram R\$17,7 bilhões, e os financiamentos destinados a pessoas físicas, R\$12 bilhões, representando elevações trimestrais de 17,3% e de 11%, respectivamente. Com relação aos desembolsos, o volume concedido atingiu R\$7,2 bilhões no trimestre encerrado em agosto, com acréscimo de 15,3% em relação aos valores do período de março a maio.

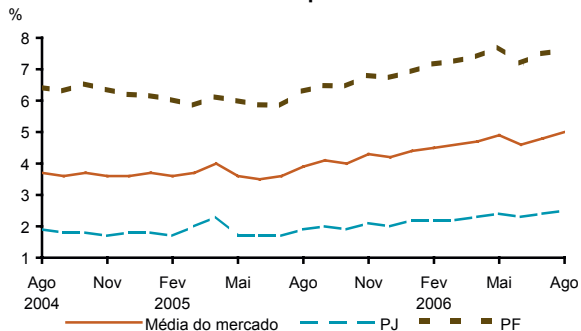
Em linha com o processo de flexibilização da política monetária, a taxa média de juros relativa à parcela do crédito livre, identificada como referencial, apresentou decréscimo de 2 p.p. no trimestre finalizado em agosto, atingindo 41,8% a.a., menor nível da série histórica. Esse desempenho resultou da diminuição no custo dos empréstimos pactuados tanto com pessoas físicas quanto com pessoas jurídicas.

A taxa média dos empréstimos contratados com pessoas físicas atingiu 53,9% em agosto, 2,2 p.p. inferior à registrada em maio, consistindo, também, no menor valor já registrado. Esse resultado refletiu quedas em todas as modalidades, exceto em aquisição de outros bens.

No segmento de pessoas jurídicas, as taxas médias dos empréstimos caíram 1,8 p.p. no trimestre encerrado em agosto, alcançando 27,9% a.a. Esse movimento foi determinado por queda generalizada nos contratos pactuados com juros prefixados, pós-fixados e flutuantes, cujas taxas reduziram-se 2,1 p.p., 1,9 p.p. e 1,1 p.p., respectivamente, em relação a maio. Ressaltem-se as quedas de 1,9 p.p. em capital de giro e de 3 p.p. em conta garantida.

O *spread* bancário, que atingiu 27,5 p.p. em agosto, recuou 1 p.p. em relação a maio, situando-se em 39,6 p.p. no segmento de pessoas físicas e em 13,5 p.p. no relativo a

Gráfico 3.10 – Taxa de inadimplência^{1/}



1/ Percentual da carteira de recursos livres com atraso superior a 90 dias.

Gráfico 3.11 – Prazo médio das operações de crédito – Dias corridos

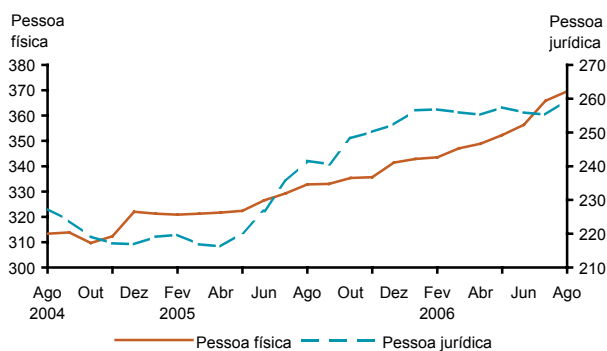


Gráfico 3.12 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários

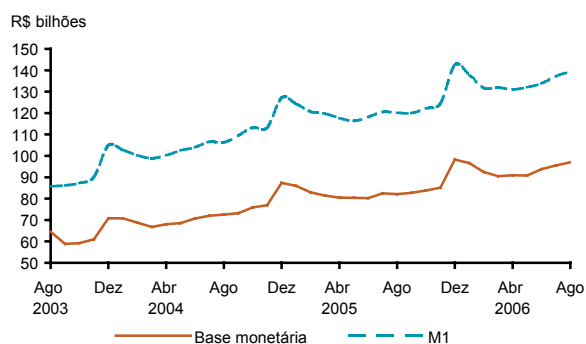
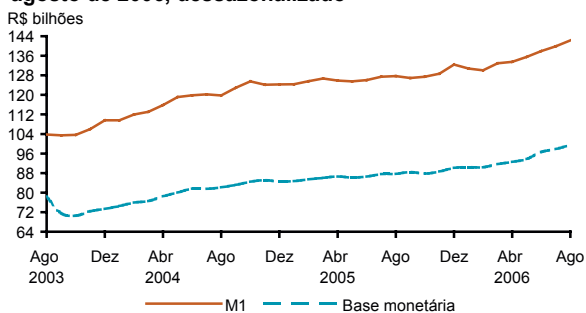


Gráfico 3.13 – M1 e base monetária a preço de agosto de 2006, dessazonalizado^{1/}



1/ Índice de preço: IPCA.

peças jurídicas, com reduções trimestrais de 1,5 p.p. e de 0,5 p.p., respectivamente.

A taxa de inadimplência do crédito referencial, considerados os atrasos superiores a noventa dias, atingiu 5%, aumentando, 0,1 p.p. em relação a maio. Por segmento, a inadimplência de pessoas físicas registrou redução de 0,1 p.p., alcançando 7,6%, e a de pessoas jurídicas cresceu 0,1 p.p. no trimestre, para 2,5%.

O prazo médio da carteira de crédito referencial para taxa de juros, excluídas as operações de cheque especial e de conta garantida, manteve trajetória ascendente no trimestre, atingindo 312 dias em agosto de 2006, com crescimento de 29 dias no período de doze meses. Considerada a mesma base de comparação, o prazo médio das operações com pessoas físicas aumentou 37 dias, alcançando 370 dias, com ênfase nas modalidades de aquisição de veículos e crédito pessoal; e o relativo às operações com pessoas jurídicas elevou-se dezoito dias, para 260 dias, com destaque para capital de giro e *vendedor*.

3.2 Agregados monetários

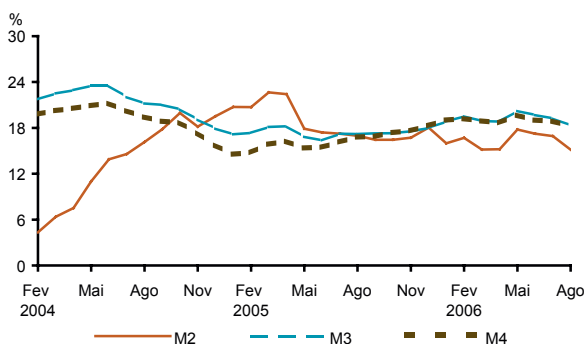
Os meios de pagamento restritos (M1), considerada a média dos saldos diários, atingiram R\$138 bilhões no final de agosto. A variação de 14,8% registrada nos últimos doze meses decorreu dos crescimentos de 17,4% no saldo médio do papel-moeda em poder do público e de 13,1% nos depósitos à vista.

Considerando-se dados dessazonalizados e deflacionados pelo IPCA, o agregado M1 cresceu 4,9% no trimestre encerrado em agosto. Esse comportamento esteve associado ao nível da atividade econômica, com destaque para as operações de crédito.

O saldo médio diário da base monetária alcançou R\$96 bilhões em agosto, apresentando crescimento de 17% nos últimos doze meses. Esse resultado correspondeu aos aumentos de 19,2% no saldo médio do papel-moeda emitido e de 12,1% em reservas bancárias.

Em relação às fontes de emissão primária de moeda, as operações do setor externo foram expansionistas em R\$19,5 bilhões no trimestre finalizado em agosto, como resultado das compras líquidas de divisas no mercado interbancário de câmbio, enquanto, em sentido oposto, o movimento na conta única do Tesouro Nacional

**Gráfico 3.14 – Meios de pagamentos ampliados –
Variação percentual em 12 meses**



proporcionou contração de R\$18,7 bilhões. Além disso, as demais operações com o sistema financeiro geraram expansão de R\$4,1 bilhões, com destaque, basicamente, para os ajustes nas operações com derivativos, expansionistas em R\$4,2 bilhões. Esse desempenho, associado aos resgates líquidos de R\$8,8 bilhões de títulos públicos federais, determinou a expansão de R\$13,7 bilhões na demanda por base monetária no trimestre, considerado o critério de saldo em final de período.

O conceito M2, que adiciona ao M1 os depósitos para investimentos, os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, cresceu 2,1% no trimestre junho-agosto e 15,1% nos últimos doze meses. O resultado trimestral refletiu, em grande parte, as elevações de 0,9% no saldo dos títulos privados e de 4,5% no estoque de M1.

Os meios de pagamento no conceito M3, que adicionam ao M2 as quotas de fundos de renda fixa e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamentos em operações compromissadas, realizadas entre o sistema financeiro e o setor não financeiro, cresceram 2,9% em relação a maio, em linha com o crescimento de 4,3% observado nas quotas de fundos, e 18,3% nos últimos doze meses. O conceito M4, que compreende o M3 mais os títulos públicos de detentores não financeiros, apresentou saldo de R\$1,4 trilhão em agosto, com acréscimos de 3,2% no trimestre e de 18,2% em doze meses.

Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto

O impacto das operações primárias com títulos do Tesouro Nacional foi contracionista em R\$4,8 bilhões, no trimestre encerrado em agosto. Esse resultado refletiu vencimentos de R\$97,5 bilhões de papéis em mercado e compras e resgates antecipados de R\$4,7 bilhões, assim como colocações de títulos da ordem de R\$107 bilhões. Em paralelo, foram realizadas operações de troca, envolvendo, principalmente, oferta de Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFTN) no valor de R\$13,4 bilhões.

Adicionalmente, o Banco Central realizou operações definitivas e compromissadas com o sistema financeiro, de forma a administrar a liquidez. Nesse sentido, no trimestre encerrado em agosto, foram efetuadas compras de títulos, conjugadas à venda de papéis com prazos mais longos, totalizando R\$12,1 bilhões.

Gráfico 3.15 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

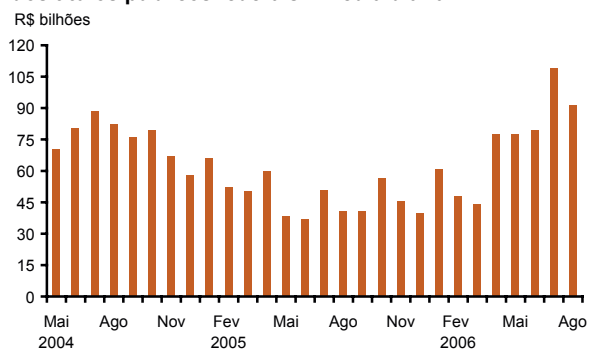


Gráfico 3.16 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Fim de período

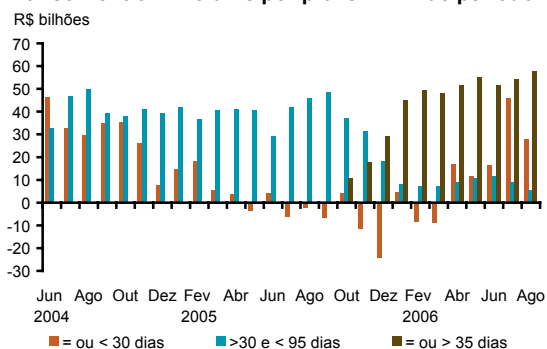


Gráfico 3.17 – Selic x swap DI x Pré

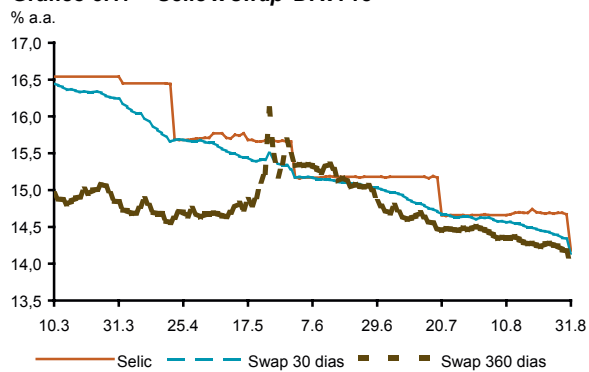
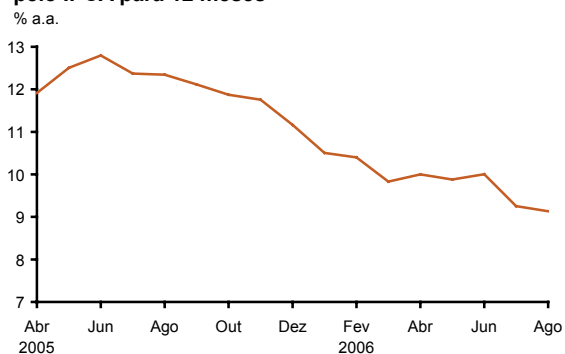


Gráfico 3.18 – Taxa de juros ex-ante deflacionada pelo IPCA para 12 meses



Em agosto, a média do saldo das operações compromissadas atingiu R\$91,4 bilhões, ante R\$77,4 bilhões em maio. Esse crescimento esteve vinculado, basicamente, às operações do setor externo e aos ajustes de margem com derivativos, que transferiram ao sistema reservas bancárias o total de R\$23,7 bilhões.

O crescimento observado da posição líquida de financiamento se concentrou, principalmente, em operações de curtíssimo prazo, cujo saldo médio cresceu de R\$11,5 bilhões, em maio, para R\$27,8 bilhões, em agosto. Esse movimento esteve associado à maturação de R\$40,5 bilhões de Letras do Tesouro Nacional (LTN) no primeiro dia útil de julho, quando a posição líquida de financiamento somou R\$114,5 bilhões. Com relação às demais operações compromissadas, o valor médio contratado recuou de R\$10,8 bilhões, em maio, para R\$5,6 bilhões, em agosto, nas operações com prazo de três meses, e se elevou de R\$55,2 bilhões para R\$57,9 bilhões naquelas com prazo de cinco meses.

No trimestre encerrado em agosto, ocorreram vencimentos de US\$65 milhões em *swaps* e de US\$1,7 bilhão em *swaps* reversos, enquanto as colocações desses instrumentos totalizaram US\$798 milhões e US\$1,3 bilhão, respectivamente. Em julho, foi efetuado pagamento de US\$35,5 milhões, referente a juros sobre Nota do Tesouro Nacional – Série D (NTN-D), sem vencimento de principal da dívida cambial em títulos. Dessa forma, considerando a posição do Banco Central e da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), a exposição cambial do governo manteve-se ativa em dólar.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

As taxas de juros futuros dos contratos de *swap* Depósito Interfinanceiro (DI) x pré declinaram em todos os prazos ao longo do trimestre encerrado em agosto, refletindo, em parte, a consolidação de um cenário benigno para a inflação doméstica e a redução do risco-país, na esteira da menor volatilidade observada nos mercados financeiros internacionais. Ao final de agosto, a taxa dos contratos de *swap* DI x pré de 360 dias situava-se em 13,95% a.a., comparativamente a 15,48%, ao final de maio. Com isso, a taxa de juros real *ex-ante* de 360 dias, calculada com base na expectativa para a variação do IPCA coletada pela pesquisa Focus de 31 de agosto, alcançou 9,1 a.a., ante 10,8 a.a. ao final de maio. Da mesma forma, a taxa dos contratos de *swap* DI x pré de 180 dias situava-se em 13,96% a.a.,

comparativamente a 15,22%, ao final de maio, o que levou a uma redução da taxa de juros real *ex-ante* de 180 dias para 8,8% a.a., ante 10,8% a.a. ao final de maio.

Mercado de capitais

O volume de captações das empresas no mercado de capitais, ofertas primárias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$48,3 bilhões no trimestre encerrado em agosto. No acumulado do ano, o total registrado alcançou R\$63,8 bilhões, ante R\$33,5 bilhões em igual período de 2005.

Quando comparadas às concessões de crédito contratadas junto ao sistema financeiro no segmento de pessoas jurídicas, as emissões primárias de debêntures, ações e notas promissórias têm apresentado evolução vigorosa nos últimos anos. Como proporção das concessões totais destinadas às pessoas jurídicas acumuladas até agosto, as emissões primárias cresceram de 1,8%, em 2004, para 6%, em 2005, e para 10% no corrente ano.

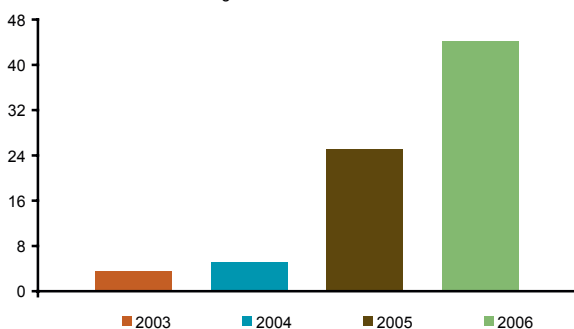
Ainda em relação às emissões primárias, assinale-se o desempenho das debêntures, cujas novas emissões totalizaram R\$37,8 bilhões no trimestre encerrado em agosto. No ano, as emissões de debêntures cresceram 76,4%, em relação a igual período do ano anterior, com ênfase nas operações envolvendo empresas de *leasing* e de telecomunicações.

O volume de financiamentos das empresas no mercado de capitais, por meio de ações e notas promissórias, cresceu R\$4,2 bilhões no trimestre junho-agosto. No ano, essas emissões somaram R\$13,1 bilhões, com aumento de 209% sobre o valor emitido no mesmo período do ano anterior. Ressalte-se que as emissões primárias em ações registradas nos oito primeiros meses do ano superaram o total de recursos captados em 2005.

A colocação de recebíveis de direitos creditórios junto ao público, via Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), atingiu R\$6,5 bilhões nos oito primeiros meses do ano, representando aumento de 55,6% em relação a igual período de 2005. No trimestre, as novas colocações atingiram R\$3,3 bilhões, com crescimento de 109% em relação às captações registradas no trimestre finalizado em maio.

Gráfico 3.19 – Emissão primária de debêntures

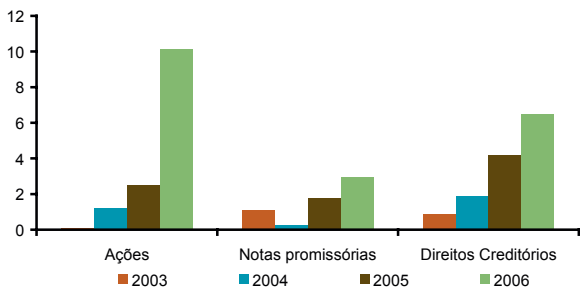
R\$ bilhões – Acumulado até agosto



Fonte: CVM

Gráfico 3.20 – Emissões primárias no mercado de capitais

R\$ bilhões – Acumulado até agosto



Fonte: CVM

Gráfico 3.21 – Ibovespa

Pontos

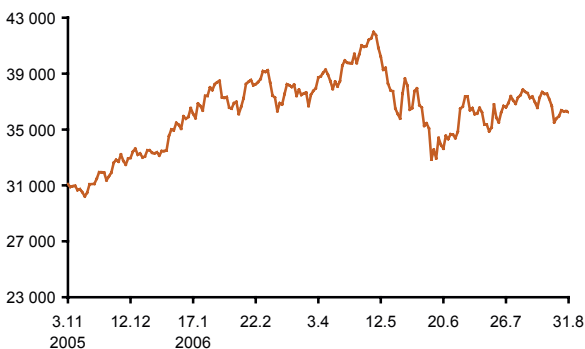


Gráfico 3.22 – Bolsas de valores

Agosto 2005 = 100

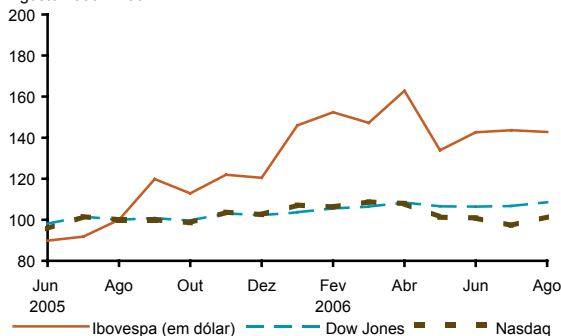
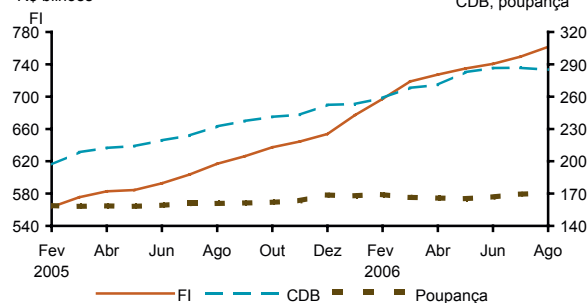


Gráfico 3.23 – Evolução patrimonial de poupança, CDB e FI^{1/}

R\$ bilhões



1/ Exclui fundos de investimentos em ações e em dívida externa.

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) atingiu 36.232 pontos ao final de agosto, apresentando relativa estabilidade em relação ao final de maio. As incertezas relacionadas à economia norte-americana, referentes à trajetória dos juros básicos e seus efeitos sobre o crescimento global, atenuadas pelo cenário benigno da inflação doméstica, condicionaram o comportamento da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no período. A indefinição com relação à tendência da Bovespa elevou a cautela dos investidores, evidenciada pela redução de 19% nos volumes médios transacionados no trimestre, em comparação ao período de março a maio.

Avaliado em dólares, o Ibovespa registrou acréscimo de 6,7% no trimestre encerrado em agosto. No mesmo período, o índice Nasdaq recuou 0,2%, e o índice Dow Jones apresentou alta de 1,9%.

Aplicações financeiras

As aplicações financeiras, que incluem cadernetas de poupança, depósitos a prazo e títulos públicos federais, somaram R\$1,2 trilhão em agosto, apresentando crescimentos de 2,4% em relação a maio e de 20,1% em doze meses.

O patrimônio líquido dos fundos de investimento, considerados os fundos cambiais, de curto prazo, de renda fixa, multimercados e referenciados, apresentou elevação de 3,6% no trimestre encerrado em agosto, totalizando R\$761,5 bilhões, ou seja, 37% do PIB. Entre as modalidades, observou-se estabilidade no saldo das aplicações, com os fundos de renda fixa representando 17,8% dos recursos.

No que se refere à carteira desses fundos, assinala-se a elevação trimestral de 9,2% no estoque de títulos privados. Em agosto, os títulos bancários somaram R\$99 bilhões, e os corporativos R\$38,1 bilhões, enquanto o estoque de títulos públicos federais atingiu R\$476 bilhões. Com relação à composição desses papéis, registrou-se elevação nos papéis prefixados, que representaram 40,1% da carteira em agosto, ante 39,1% em maio. Adicionalmente, observou-se redução nos papéis remunerados pela taxa Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), de 43,4% para 42,4%.

O patrimônio líquido dos fundos de renda fixa extramercado, que administram os recursos de propriedade das entidades da administração federal, somou R\$21,3 bilhões em agosto, com redução de 7,2% no trimestre, registrando-se resgates líquidos de R\$2,4 bilhões no período.

Gráfico 3.24 – Evolução de títulos públicos na carteira dos fundos, por indexador

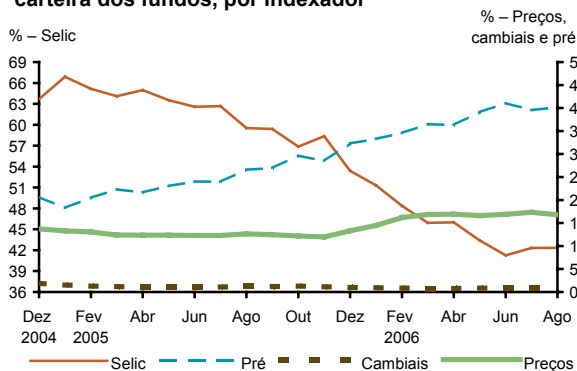


Gráfico 3.25 – Captação líquida – Caderneta de poupança e depósito a prazo

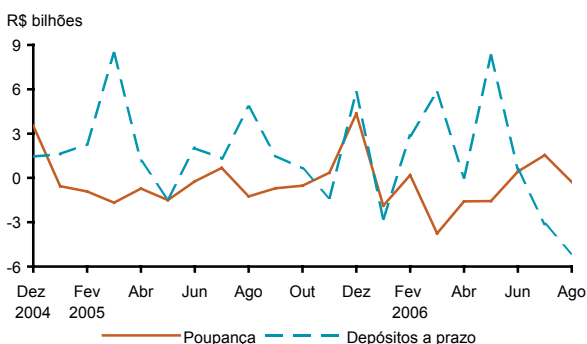


Tabela 3.5 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário

Segmento	Acumulado no ano					
	Julho		2005		2006	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-39,6	-4,0	-46,0	-4,3	-42,1	-3,6
Governos regionais	-11,6	-1,2	-14,9	-1,4	-13,2	-1,1
Empresas estatais	-1,6	-0,2	-7,8	-0,7	-7,4	-0,6
Total	-52,8	-5,4	-68,7	-6,4	-62,8	-5,4

Os recursos aplicados em fundos de renda variável totalizaram R\$68 bilhões em agosto, apresentando redução de 0,8% no trimestre. Esse movimento esteve associado ao recuo de 10,2% no patrimônio líquido dos Fundos Mútuos de Privatização (FMP-FGTS) e dos Fundos Mútuos de Privatização – Carteira Livre (FMP-FGTS CL), refletindo as perdas com as ações da Vale do Rio Doce e da Petrobrás. O patrimônio líquido desses fundos somou R\$9,1 bilhões em agosto, apresentando resgates líquidos de R\$190 milhões no período. O patrimônio líquido dos fundos de investimento em ações cresceu 0,8% no quadrimestre maio-agosto, ao atingir R\$58,9 bilhões, com captações líquidas da ordem de R\$679 milhões.

O saldo das cadernetas de poupança cresceu 3% no trimestre encerrado em agosto, alcançando R\$170,2 bilhões, influenciado pelas liberações de R\$1,4 bilhão de créditos complementares do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Os depósitos a prazo cresceram 0,9% no período, ao somarem R\$285,1 bilhões em agosto.

3.3 Política fiscal

O governo federal editou, no final de julho, decreto que ampliou em R\$4,8 bilhões os limites para movimentação e empenho das despesas discricionárias, modificando os limites estabelecidos anteriormente, quando havia promovido, preventivamente, contingenciamento de R\$14,2 bilhões. A alteração considerou o desempenho da arrecadação e dos gastos no primeiro semestre, assim como as perspectivas de sua evolução no restante do ano, segundo as quais deverão ocorrer crescimento de R\$4,5 bilhões nas receitas e redução de R\$2,2 bilhões no déficit da Previdência Social.

A meta anual para o superávit primário do governo federal (Governo Central e empresas estatais federais) foi alterada, pelo mesmo decreto, para R\$69,2 bilhões, ante a meta anterior de R\$70,5 bilhões, tendo em vista novas estimativas para o PIB nominal e a evolução favorável dos resultados dos governos regionais.

Necessidades de Financiamento do Setor Público

O superávit primário acumulado em doze meses, até julho, atingiu R\$87,5 bilhões, 4,33% do PIB. Considerados os primeiros sete meses do ano, o superávit totalizou

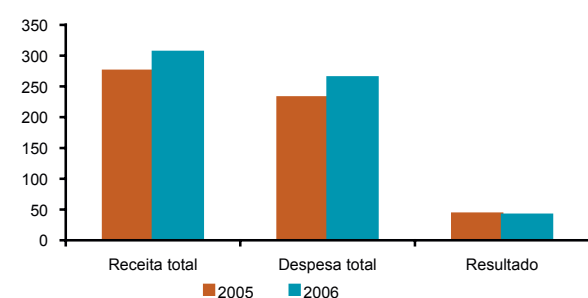
R\$62,8 bilhões, 5,39% do PIB, comparativamente a 6,36% do PIB no mesmo período de 2005, registrando-se recuos nos superávits do Governo Central, 0,64 p.p. do PIB; governos regionais, 0,24 p.p.; e empresas estatais, 0,08 p.p.

A evolução do resultado do Governo Central de janeiro a julho de 2006, em relação ao período correspondente do ano anterior, refletiu crescimentos de 11,1% nas receitas e de 14% nas despesas. Como proporção do PIB, as receitas passaram de 25,5% para 26,3%; e as despesas, de 21,5% para 22,7%.

Gráfico 3.26 – Receitas e despesas do Governo Central

Acumulado de janeiro a julho

R\$ bilhões



Em relação aos segmentos que compõem o Governo Central, os gastos do Tesouro Nacional elevaram-se em 14%, e as receitas, em 10,7%, nos primeiros sete meses do ano. O desempenho da arrecadação esteve associado ao crescimento de 24% registrado no item demais receitas, influenciadas pelos ganhos adicionais referentes à cota parte de *royalties* de petróleo, R\$2,3 bilhões, e aos dividendos recebidos pela União, R\$2,9 bilhões, enquanto as receitas, influenciadas diretamente pelas medidas de desoneração tributária adotadas recentemente, elevaram-se em 7,8% no período.

Dentre as medidas de desoneração tributária com impacto na arrecadação de 2006, assinalam-se a redução de tributos incidentes sobre a cesta básica e a produção de alimentos; o estímulo às micros e pequenas empresas, à poupança de longo prazo e ao investimento produtivo; e o incentivo à inovação tecnológica. De acordo com o Ministério da Fazenda, a renúncia de receitas associada a essas medidas deverá totalizar R\$19 bilhões até o final do exercício.

Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional
Janeiro-julho

Discriminação	2005		2006	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	154 652	14,2	176 331	15,1
Transf. a estados e municípios	47 970	4,4	53 156	4,6
Pessoal e encargos sociais	52 201	4,8	58 149	5,0
Custeio e capital	54 110	5,0	64 671	5,5
FAT	5 678	0,5	7 567	0,7
Subs. e subv. econômicas	3 662	0,3	4 947	0,4
Loas/RMV	5 070	0,5	6 481	0,6
Outras desp. de custeio e capital	39 700	3,7	45 676	3,8
Transf. do Tesouro ao Bacen	371	0,0	355	0,0

Fonte: Minifaz/STN

Relativamente às despesas do Tesouro Nacional, as rubricas que apresentaram elevações mais pronunciadas nos primeiros sete meses de 2006, em relação ao período correspondente do ano anterior, foram pessoal e encargos sociais, de 4,8% para 5% do PIB, e custeio e capital, de 5% para 5,5% do PIB. A elevação da despesa com pessoal e encargos sociais foi influenciada por reajustes salariais.

Em relação às despesas de custeio e capital, os quatro principais segmentos que compõem a rubrica apresentaram a seguinte evolução:

- a) as despesas realizadas pelo Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) passaram de R\$5,7 bilhões, nos primeiros sete meses de 2005, para R\$7,6 bilhões, no mesmo período de 2006, evidenciando o aumento do salário mínimo

e a elevada rotatividade do emprego formal, sobretudo nas faixas salariais mais baixas. Além disso, foram adotadas medidas que facilitaram a concessão do benefício e ampliaram o número de parcelas do seguro-desemprego;

- b) os subsídios e subvenções econômicas elevaram-se de R\$3,7 bilhões para R\$4,9 bilhões. O gasto adicional nessa rubrica foi direcionado especialmente para subvenções aos fundos regionais, R\$918 milhões, e para a capitalização da Empresa Gestora de Ativos (Emgea), R\$291 milhões;
- c) os benefícios assistenciais amparados pela Lei Orgânica da Assistência Social (Loas)/Renda Mensal Vitalícia passaram de R\$5,1 bilhões para R\$6,5 bilhões, refletindo a elevação do salário mínimo e o crescimento de 10% na quantidade de benefícios pagos;
- d) outras despesas de custeio e capital elevaram-se de R\$39,7 bilhões para R\$45,7 bilhões. Dos R\$6 bilhões gastos adicionalmente nessa rubrica, R\$3,6 bilhões se referem a despesas discricionárias e foram integralmente absorvidos por atividades da área social do governo federal: Ministério da Saúde, R\$1,7 bilhão; Ministério da Educação, R\$961 milhões; e Ministério do Desenvolvimento Social, R\$908 milhões.

Em julho, a Previdência Social registrou déficit primário de R\$3,4 bilhões, R\$281 milhões acima do ocorrido no mês anterior, totalizando, nos doze meses encerrados em julho, 2,02% do PIB.

Considerados os sete primeiros meses de 2006, o déficit previdenciário atingiu R\$22,4 bilhões, comparativamente a R\$19,2 bilhões no mesmo período do ano anterior, representando 1,92% do PIB. O aumento do déficit no período refletiu crescimento dos gastos com benefícios da ordem de R\$10,7 bilhões e elevação das receitas de contribuições em R\$7,5 bilhões.

A evolução dos benefícios traduziu tanto o acréscimo de 7,8% no seu valor médio, consequência do reajuste do salário mínimo acima da inflação e do aumento dos pagamentos com valores acima do piso, quanto o crescimento de 2,3% na quantidade média mensal de benefícios pagos. O aumento das contribuições esteve associado ao desempenho favorável do mercado de trabalho formal, com desdobramentos positivos sobre a massa salarial.

Gráfico 3.27 – Crescimento do número de benefícios emitidos pela Previdência Social (jan-jul/2006 ante jan-jul/2005)

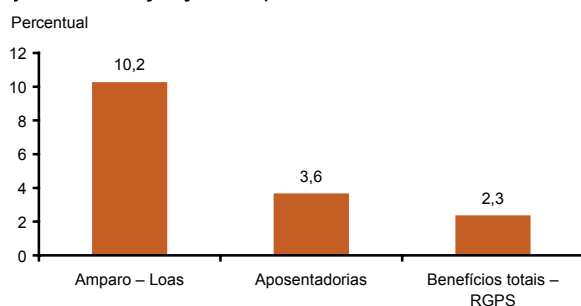
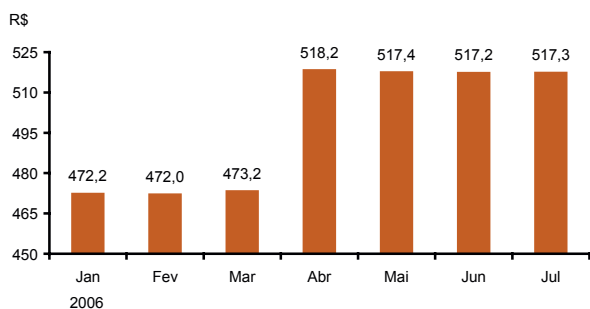
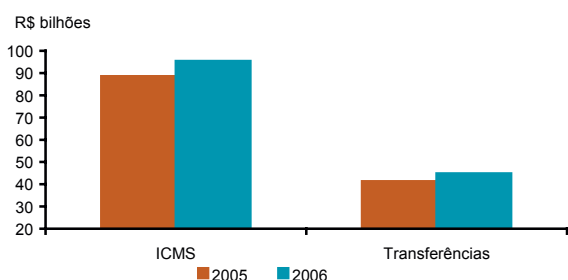


Gráfico 3.28 – Valor médio dos benefícios emitidos em 2006 – RGPS



Fonte: MPAS

Gráfico 3.29 – Receitas de ICMS e de transferências^{1/} a preços de jul/2006 (IGP-DI)
Valores acumulados até julho



1/ Inclui fundos constitucionais, Lei Kandir e Cide.

No que se refere às finanças dos governos regionais, a arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS) alcançou R\$95,4 bilhões nos primeiros sete meses de 2006, ante R\$88,6 bilhões em igual período de 2005, apresentando crescimento real de 7,7%, se considerado o IGP-DI como deflator.

As transferências de recursos da União via Fundos de Participação dos Estados e Municípios, Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) e Lei Kandir somaram R\$44,8 bilhões até julho, com aumento real de 8,5% em relação ao mesmo período de 2005. Dentre as demais transferências, destacou-se o crescimento de R\$1 bilhão nos recursos provenientes de *royalties* e participação pela exploração de petróleo, reflexo do aumento dos preços do produto no mercado internacional.

O crescimento da arrecadação dos governos regionais, refletindo o melhor desempenho do nível de atividade em 2006, tem permitido que o resultado do segmento mantenha-se compatível com a meta do setor público consolidado estabelecida para o ano.

O superávit primário das empresas estatais, acumulado até julho, alcançou R\$7,4 bilhões, ante R\$7,8 bilhões no mesmo período de 2005, com destaque para o crescimento no pagamento de dividendos, de R\$3,4 bilhões para R\$6,4 bilhões, no período.

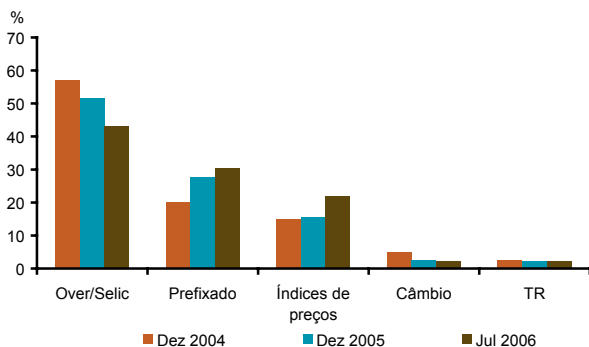
Os juros nominais, apropriados pelo critério de competência, somaram, até julho, R\$95,1 bilhões, 8,2% do PIB, ante R\$92,3 bilhões, 8,5% do PIB, no mesmo período de 2005. A elevação dos juros apropriados no ano, em valores absolutos, a despeito da flexibilização da política monetária iniciada em setembro de 2005, decorreu da conjunção de alguns fatores, entre os quais o resultado acumulado das operações de *swap* cambial, menos favorável que no ano anterior.

As Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) não financeiro, que abrange o resultado primário e os juros nominais apropriados, chegaram a R\$7,8 bilhões em julho e a R\$32,3 bilhões nos primeiros sete meses do ano. Nessa base de comparação, o déficit nominal superou o registrado no mesmo período de 2005 em 0,61 p.p. do PIB, financiado, principalmente, pela elevação de R\$110,7 bilhões na dívida mobiliária nesse período. Atuaram em sentido inverso, as diminuições de R\$65,2 bilhões do financiamento externo e de R\$7,9 bilhões da dívida bancária.

Tabela 3.7 – Necessidades de Financiamento do Setor Público

Discriminação	Acumulado no ano			
	Julho			
	2005	2006	2005	2006
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	23,5	2,2	32,3	2,8
Primário	-68,7	-6,4	-62,8	-5,4
Juros	92,3	8,5	95,1	8,2
Fontes	23,5	2,2	32,3	2,8
Financiamento interno	64,8	6,0	97,5	8,4
Dívida mobiliária	98,7	9,1	110,7	9,6
Dívida bancária	-27,8	-2,6	-7,9	-0,7
Outros	-6,1	-0,6	-5,3	-0,5
Financiamento externo	-41,3	-3,8	-65,2	-5,6

Gráfico 3.30 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



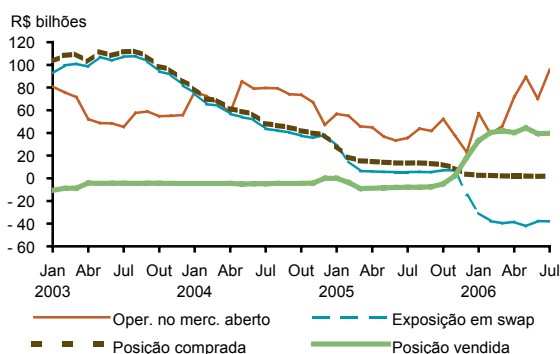
1/ Sem swap.

Tabela 3.8 – Operações compromissadas – Mercado aberto

Saldos e participações

		R\$ milhões					
		Até 1 mês		Acima de 1 mês		Total	
		Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
2003	Nov	50 451	91,6	4 655	8,4	55 106	100
	Dez	43 742	78,5	11 975	21,5	55 717	100
2004	Mar	47 718	72,1	18 440	27,9	66 158	100
	Jun	46 509	58,8	32 578	41,2	79 088	100
	Set	34 839	47,0	39 250	53,0	74 089	100
	Dez	7 797	16,5	39 410	83,5	47 207	100
2005	Mar	5 239	11,5	40 506	88,5	45 744	100
	Jun	4 099	12,3	29 165	87,7	33 264	100
	Set	-6 857	-16,4	48 591	116,4	41 734	100
	Dez	-24 430	-106,9	47 286	206,9	22 856	100
2006	Jan	4 400	7,7	52 856	92,3	57 257	100
	Fev	-19 205	-49,1	58 325	149,1	39 121	100
	Mar	-8 399	-18,3	54 395	118,3	45 996	100
	Abr	5 530	7,7	66 162	92,3	71 692	100
	Mai	26 486	29,6	62 915	70,4	89 401	100
	Jun	7 241	10,3	62 821	89,7	70 062	100
	Jul	29 599	30,9	66 174	69,1	95 773	100

Gráfico 3.31 – Operações de swap e mercado aberto



Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, elevou-se de R\$915,7 bilhões, 48,9% do PIB, em julho de 2005, para R\$1.013,9 bilhões, 49,5% do PIB, em julho de 2006. Essa variação resultou, do lado contracionista, de resgates líquidos de R\$45,1 bilhões no mercado primário e da redução de R\$2,9 bilhões referente à apreciação de 9% do real frente ao dólar, e, do lado expansionista, da incorporação de juros de R\$146,2 bilhões.

A parcela da DPMFi interna indexada ao dólar, primariamente e por *swap*, recuou de R\$38,3 bilhões para -R\$14,4 bilhões no período, em decorrência das operações de *swap* cambial, que apresentaram, ao final de julho, saldo líquido reverso no montante de R\$43,4 bilhões; dos resgates cambiais líquidos, que atingiram R\$9 bilhões; e da apreciação do real frente ao dólar. No período, a participação dos títulos vinculados ao câmbio, inclusive *swap*, no total da dívida mobiliária federal reverteu-se de 4,2% para -1,4%, enquanto a participação da dívida prefixada passou de 22,4% para 30,4%.

Em julho, o cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, apresentou a seguinte configuração: R\$149,1 bilhões, 14,7% do total, vencendo de agosto a dezembro de 2006; R\$334 bilhões, 32,9% do total, vencendo em 2007; e R\$530,9 bilhões, 52,4% do total, vencendo a partir de janeiro de 2008.

As operações de *swap* cambial atingiram -R\$37,9 bilhões em julho de 2006, ante R\$5,5 bilhões em julho de 2005. O resultado dessas operações, definido como a diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom, foi desfavorável ao Banco Central em R\$3 bilhões no acumulado dos últimos doze meses, no critério de caixa, valor contemplado nas NFSP. Em 2004, o resultado das operações, pelo critério caixa, havia sido favorável ao Banco Central em R\$6 bilhões, e, em 2003, em R\$15,6 bilhões.

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu, em julho, R\$1.030,9 bilhões, 50,3% do PIB, ante R\$1.014,9 bilhões, 50,9% do PIB, em abril, e R\$1.002,5 bilhões, 51,5% do PIB, em dezembro de 2005. Ressalte-se que esse é o percentual mais baixo desde abril de 2001.

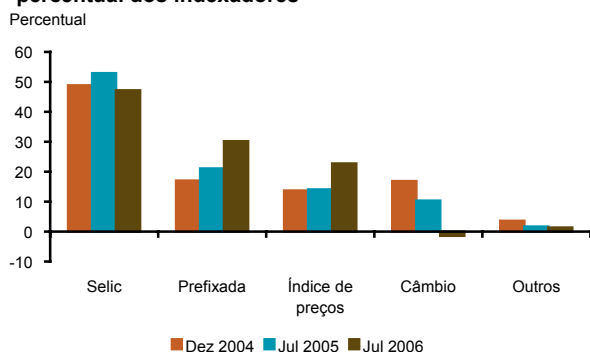
Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2004		2005		2006-julho	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	956 996	51,7	1002 485	51,5	1030 933	50,3
Fluxos	Acumulados no ano					
Var. DLSP	43 851	-5,5	45 488	-0,2	28 448	-1,2
Fatores	43 851	2,4	45 488	2,3	28 448	1,4
NFSP	47 144	2,5	63 641	3,3	32 326	1,6
Primário	-81 112	-4,4	-93 505	-4,8	-62 769	-3,1
Juros	128 256	6,9	157 146	8,1	95 096	4,6
Ajuste cambial	-16 193	-0,9	-18 202	-0,9	-5 176	-0,3
Div. interna ^{1/}	-3 335	-0,2	-4 554	-0,2	-1 888	-0,1
Div. externa	-12 858	-0,7	-13 648	-0,7	-3 289	-0,2
Outros ^{2/}	7 137	0,4	-2 258	-0,1	3 990	0,2
Reconhecimento						
de dívidas	6 516	0,4	3 262	0,2	- 895	0,0
Privatizações	-753	0,0	-954	0,0	-1797	-0,1
Efeito crescimento						
PIB		-7,9		-2,5		-2,6

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

Gráfico 3.32 – DLSP – Participação percentual dos indexadores

Os principais determinantes da redução anual de 1,2 p.p. do PIB na DLSP foram o superávit primário e o efeito do crescimento do PIB valorizado, com 3,1 p.p. e 2,6 p.p., respectivamente. Em sentido inverso, os juros nominais apropriados foram o principal fator para a elevação da dívida, com 4,6 p.p.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), composto pelo governo federal, pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e pelos governos regionais, alcançou R\$1.451,5 bilhões em julho, 70,8% do PIB, ante R\$1.453,6 bilhões, 74,7% do PIB, em dezembro de 2005. O percentual da DBGG em relação ao PIB é o mais baixo desde abril de 2003.

A participação percentual dos indexadores da DLSP vem sendo alterada de forma a reduzir as parcelas da dívida indexadas à taxa Selic e ao câmbio, melhorando sua estrutura de risco. O resultado tem sido o crescimento das parcelas prefixadas e indexadas a índices de preços, que, em julho do ano passado, representavam pouco mais de um terço da DLSP, e atualmente respondem por 53% do total.

3.4 Conclusão

As operações de crédito do sistema financeiro mantiveram trajetória de crescimento no trimestre encerrado em agosto, ainda que menos acentuada do que em períodos anteriores. Nesse contexto, a demanda por recursos por parte das famílias, particularmente no que se refere ao crédito livre, manteve-se sustentada pelas modalidades de consumo em detrimento das operações de crédito rotativo, com destaque para o crédito consignado e para o financiamento de veículos, alternativa intensificada com a queda das taxas de juros e dos *spreads*. Ao mesmo tempo, cabe destacar a consistente ampliação do crédito habitacional, a partir da introdução de importantes medidas institucionais implementadas nos últimos dois anos.

Em relação ao crédito contratado pelas empresas, ao lado da relativa estabilidade na demanda por modalidades lastreadas em recursos externos, em cenário de liquidez internacional favorável, o crescimento observado continuou determinado pelas operações com recursos domésticos, principalmente na modalidade de capital de giro. Nesse segmento, destaca-se a crescente participação de pequenas e médias empresas no total do crédito bancário, ao mesmo tempo em que as grandes empresas intensificam o acesso a fontes alternativas de

recursos, onde prevalecem os lançamentos de debêntures e as emissões primárias de ações.

Os resultados do setor público em 2006, mesmo situando-se em níveis inferiores aos obtidos em 2005, indicam a continuidade da política de austeridade fiscal, evidenciada pela viabilidade do cumprimento das metas fixadas para o ano.

As perspectivas de incorporação mais ampla no futuro próximo dos efeitos da flexibilização já ocorrida na política monetária, em conjunto com a manutenção das metas estabelecidas para o resultado primário, criam condições para a queda mais acentuada da relação dívida/PIB.

O ritmo de crescimento da economia mundial permanece robusto, mas já está refletindo, em intensidades distintas nas diversas regiões, as restrições associadas ao ciclo de aperto das respectivas políticas monetárias. Nesse sentido, enquanto na China a expansão segue forte, nos Estados Unidos os sinais de moderação tornam-se mais evidentes, refletindo a elevação das taxas de juros, a retração do mercado imobiliário, os elevados preços dos combustíveis e os possíveis efeitos desses fatores sobre o consumo privado nos próximos meses. Ao mesmo tempo, observa-se aceleração do nível de atividade na Área do Euro e mantém-se a perspectiva de crescimento sustentado no Japão.

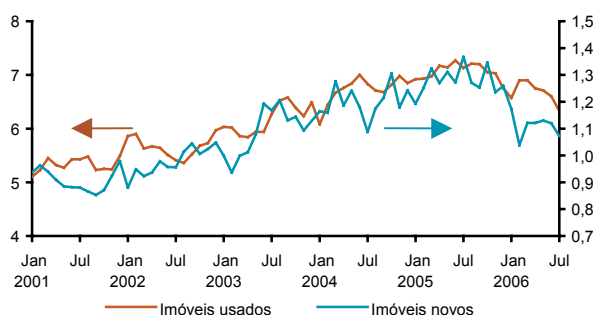
Nos mercados financeiros, os fatores de instabilidade presentes a partir de maio e, com maior ênfase, em junho, elevaram a aversão ao risco dos investidores estrangeiros, com impactos negativos em especial sobre os ativos associados a economias emergentes. A partir de meados de junho, os indicadores de risco-país, bolsas de valores, mercados de títulos de dívida e de preços de moedas nacionais em relação ao dólar norte-americano mostraram tendências distintas entre as economias emergentes, sinalizando maior seletividade por parte dos investidores em favor das economias com fundamentos macroeconômicos mais sólidos.

4.1 Atividade econômica

As reduzidas taxas de juros praticadas nos Estados Unidos desde o início da década contribuíram para a valorização acentuada dos ativos imobiliários, ainda que de forma heterogênea entre as distintas regiões do país, favorecendo a repactuação de hipotecas e o aumento da renda disponível dos proprietários de imóveis. A conjunção desses efeitos impulsionou significativamente o consumo das famílias norte-americanas, com desdobramentos sobre o crescimento da economia do país ao longo dos últimos anos. A partir de meados de 2005, a elevação gradual das

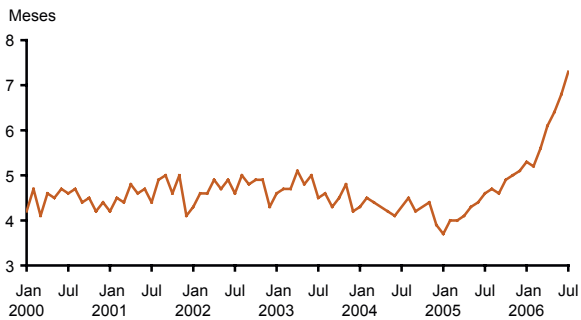
Gráfico 4.1 – EUA – Vendas de imóveis

Milhões de unidades



Fonte: National Association of Realtors

Gráfico 4.2 – EUA: prazo médio de venda do estoque de imóveis residenciais



Fonte: Bloomberg

taxas de juros hipotecários e o esgotamento do ciclo de valorização dos imóveis afetaram o mercado imobiliário, tendência que vem se acentuando nos últimos meses. Em julho de 2006, registraram-se retrações acentuadas no início de novas construções e nas vendas de imóveis novos e usados, enquanto o investimento em residências apresentou redução anualizada de 9,8% no trimestre encerrado em junho, após recuo de 0,3% no primeiro trimestre do ano. A evolução em médio prazo do mercado imobiliário constitui-se em um dos principais condicionantes do desempenho da economia norte-americana, tendo em vista sua importância na determinação dos gastos de consumo.

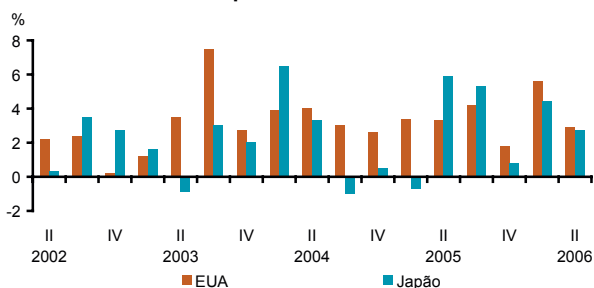
A utilização dos fatores de produção segue elevada nos Estados Unidos, com a taxa de desemprego atingindo 4,7% em agosto, e a capacidade instalada, 82,4% em julho, o maior nível dos últimos seis anos. O mercado de trabalho, no entanto, vem perdendo dinamismo ao longo do ano, tendo sido gerados, nos primeiros oito meses de 2006, 273 mil postos de trabalho a menos que no mesmo período do ano anterior.

Os indicadores de consumo divulgados até o início do terceiro trimestre, como vendas no varejo e gastos das famílias, embora apresentando relativo arrefecimento, não refletiram as desacelerações observadas na geração de empregos e no mercado imobiliário, sugerindo a sua compensação parcial pelos ganhos registrados nos salários e no valor das horas trabalhadas.

A economia da Área do Euro cresceu 3,6%, em termos anualizados, no segundo trimestre – maior expansão desde meados de 2000, impulsionada pelos desempenhos observados na França e na Alemanha. As duas principais economias da região apresentaram taxas de crescimento significativas pelo segundo trimestre consecutivo. Nos dois países, a FBCF destacou-se positivamente dentre os componentes do PIB, mais que compensando a desaceleração das exportações líquidas, enquanto o resultado relativo à Alemanha refletiu, ainda, os efeitos sobre o comércio, transportes e comunicações relacionados à realização da Copa do Mundo de 2006. A consistência da atual retomada do nível da atividade vem favorecendo a continuada redução na taxa de desemprego da região, que atingiu 7,8% em julho, a menor desde agosto de 2001. A indústria da Área do Euro segue registrando taxas de crescimento elevadas, alcançando, em termos anualizados, 4,3% em junho.

No Reino Unido, o aumento anualizado do PIB atingiu 3,2% no segundo trimestre, evidenciando o crescimento do consumo privado.

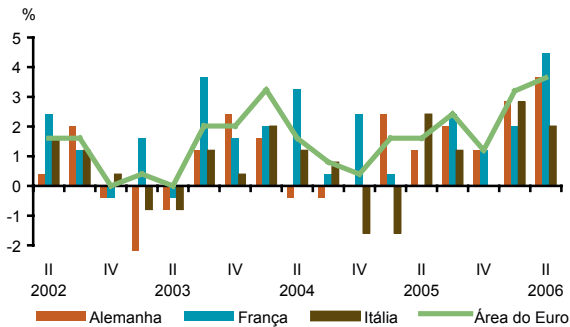
Gráfico 4.3 – EUA e Japão – PIB^{1/}



Fontes: Bureau of Economic Analysis, Economic and Social Research Institute

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

Gráfico 4.4 – Área do Euro – PIB^{1/}



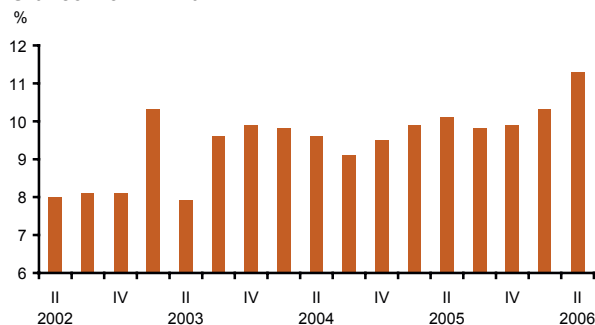
Fonte: Eurostat

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

O crescimento do PIB no Japão atingiu 0,8% no segundo trimestre, em termos anualizados, após alta de 2,7% no trimestre encerrado em março. A desaceleração não alterou as perspectivas positivas para a economia em 2006, uma vez que resultou de fatores que tendem a ser compensados nos meses seguintes, tais como a contração dos estoques, o arrefecimento das exportações e a forte retração dos investimentos do setor público.

O consumo privado japonês manteve bom desempenho, e o investimento privado não-residencial apresentou alta anualizada de 16,2%. As condições do mercado de trabalho dão suporte para o aumento da renda e dos gastos com consumo nos próximos meses, com a taxa de desemprego recuando para 4,1% em julho, e o número de trabalhadores empregados apresentando evolução estável ao longo do ano. A produção industrial, embora com recuo mensal de 0,9% em julho, apresentou o melhor desempenho dos últimos dois anos na comparação anual, 5,1%. Além disso, as previsões relativas ao crescimento industrial no terceiro trimestre continuam favoráveis, sustentando as expectativas positivas quanto à expansão da economia japonesa no ano.

Gráfico 4.5 – China – PIB^{1/}



Fonte: Bloomberg

1/ Variações relativas a igual trimestre do ano antecedente.

A economia chinesa, que cresce a taxas anuais superiores a 7,5% desde 1991, segue em expansão acelerada, a despeito de medidas restritivas adotadas pelo governo com o objetivo de adequar a trajetória de crescimento a um ritmo considerado sustentável. O crescimento do PIB atingiu 11,3% no trimestre encerrado em junho, em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto os investimentos fixos cresceram cerca de 30%, na mesma base de comparação, suscitando a adoção de novas medidas visando limitar a expansão do crédito, do setor imobiliário e dos investimentos dos governos regionais.

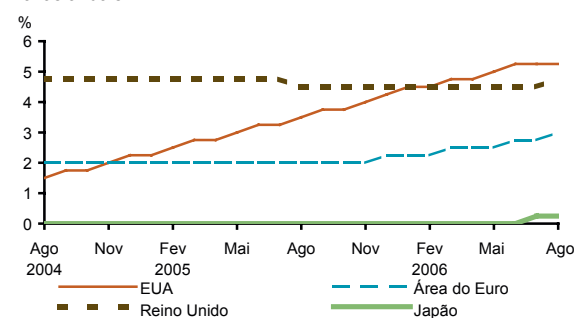
4.2 Política monetária e inflação

Ao longo do segundo trimestre, os preços do petróleo e seus derivados continuaram pressionando a inflação mundial e despertando temores quanto a efeitos sobre a atividade econômica. Nesse contexto, a atuação dos bancos centrais visa não apenas conter a alta geral de preços e reduzir a liquidez em suas economias, mas ancorar as expectativas inflacionárias de médio e longo prazos.

Nos Estados Unidos, o *Federal Reserve* (Fed) manteve a seqüência de alta nas taxas de juros, com a taxa dos *Fed funds* situando-se em 5,25% a.a., em junho,

Gráfico 4.6 – Taxas de juros oficiais

Taxas anuais



Fonte: *Federal Reserve*, BCE e Banco da Inglaterra

Gráfico 4.7 – Inflação – EUA

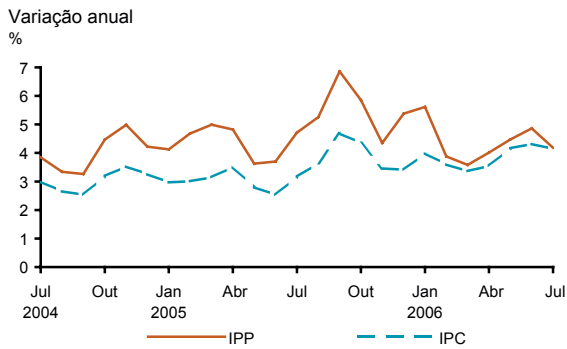


Gráfico 4.8 – Inflação ao consumidor – Área do Euro

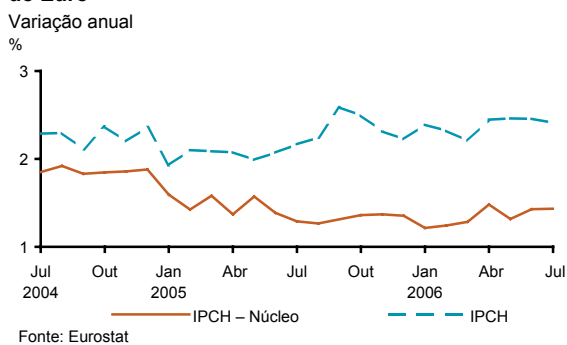


Gráfico 4.9 – Inflação ao consumidor – Reino Unido

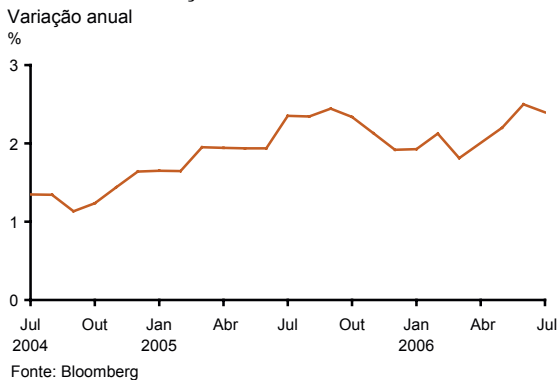
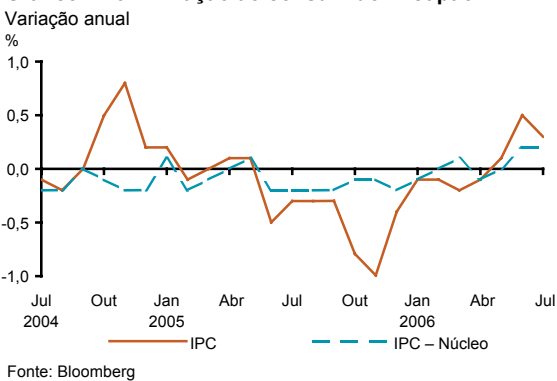


Gráfico 4.10 – Inflação ao consumidor – Japão



enquanto a inflação em doze meses atingiu 4,1% em julho. No início do terceiro trimestre, o Fed interrompeu o ciclo de aperto monetário, tendo em vista a elevação da taxa real de juros que, considerados os *Fed funds* e a variação anual do núcleo do deflator do PIB, atingiu 1,7%, frente a -1,7% no início do ciclo de contenção monetária; e o menor crescimento econômico, em sintonia com o arrefecimento do consumo, tendo em vista a eliminação dos refinanciamentos imobiliários como fonte de ampliação da renda disponível.

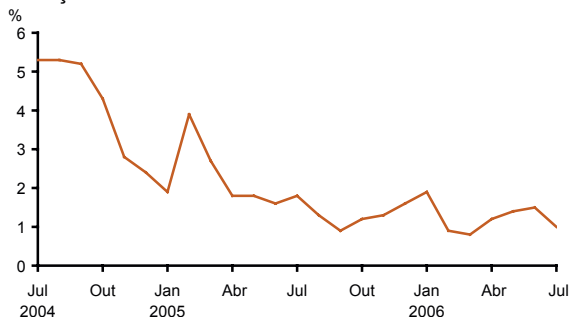
Na Área do Euro, o binômio ampla liquidez e inflação acima da meta desde maio de 2005, atingindo 2,4% nos doze meses encerrados em julho, segue influenciando o posicionamento restritivo do Banco Central Europeu (BCE), que elevou a taxa de juros para 3% a.a., em agosto. O ambiente econômico, refletindo os baixos níveis de juros nominais e reais, e a conseqüente expansão do crédito, com destaque para os empréstimos imobiliários, segue favorável à ampliação da atividade econômica, suscitando expectativas quanto a novas elevações da taxa de juros. O ritmo desse movimento mostra-se progressivamente dependente da sustentabilidade da retomada do crescimento europeu e do repasse dos preços da energia para os demais setores da economia.

No Reino Unido, o crescimento das expectativas inflacionárias, o estreitamento do hiato do produto e temores de que a inflação, há três meses acima da meta, atinja 3% a.a. foram decisivos para que o Comitê de Política Monetária elevasse a taxa *repo*, há dois anos inalterada, para 4,75%, em agosto. Apesar de o núcleo anualizado da inflação haver atingido 0,9% a.a. em julho, o menor desde outubro de 2004, as expectativas são de que o Banco da Inglaterra eleve novamente sua taxa básica, ainda no quarto trimestre, tendo em vista o objetivo de redução da inflação à meta de longo prazo de 2% a.a.

No Japão, após anos de taxas negativas, a inflação em doze meses atingiu 0,3% em julho. Sob esse novo cenário de recuperação equilibrada da economia, que inclui crescimento recorde de concessão de crédito, aumento da utilização da capacidade instalada e aumentos nas exportações, no investimento e no consumo privado, o Banco do Japão (BoJ) interrompeu a sua política de taxa de juros zero. Nesse sentido, em 14 de julho, o BoJ elevou a taxa *overnight* para 0,25% a.a. e a taxa básica de empréstimo, a *Lombard rate*, para 0,4%. As perspectivas de médio prazo, tendo em vista o caráter ainda acomodaticio da política monetária do BoJ, são de pequenas elevações, não consecutivas, das taxas de juros.

Gráfico 4.11 – Inflação ao consumidor – China

Varição anual



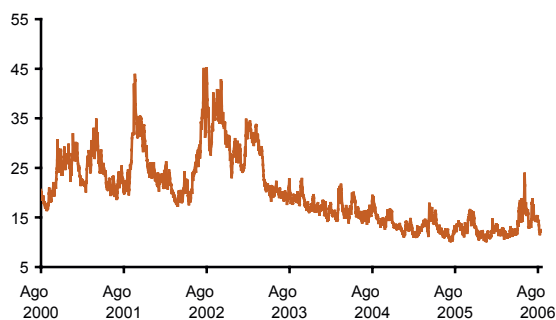
Fonte: Bloomberg

A atuação restritiva do banco central chinês foi intensificada nos últimos meses. A exigência de recolhimento compulsório foi elevada para 8,5%, em 15 de agosto, e as taxas de juros para empréstimos de 1 e 5 anos, para 6,12% e 6,84% a.a., respectivamente. Apesar de a liquidez permanecer elevada, os controles administrativos de preços seguem possibilitando reduzidas taxas anuais de inflação, com os preços ao consumidor elevando-se 1% em julho.

4.3 Mercados financeiros internacionais

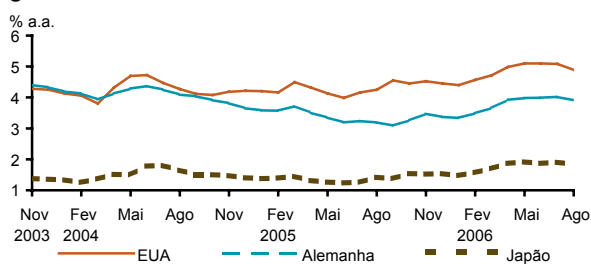
Os fatores de instabilidade que se manifestaram nos mercados internacionais, notadamente a partir de maio, foram aprofundados em junho com a manutenção do alto grau de incerteza em relação à duração e à intensidade do ciclo de ajuste monetário global, com destaque para as expectativas de crescimento da inflação e de desaceleração da economia dos Estados Unidos. Esse cenário, potencializado pelo acirramento das tensões geopolíticas no Oriente Médio e na Coreia do Norte, determinou maior volatilidade dos preços de diversas moedas em relação ao dólar norte-americano, dos prêmios de risco e dos índices acionários associados às economias emergentes. O índice de Volatilidade CBOE S&P500 (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do *Standard and Poor's 500* (S&P500) e que é visto como um termômetro da aversão ao risco por parte dos investidores, atingiu 23,81 pontos – o maior no ano – em 13 de junho, tendo recuado para 12,31 pontos em 25 de agosto.

Gráfico 4.12 – VIX



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – Retorno sobre títulos governamentais^{1/}



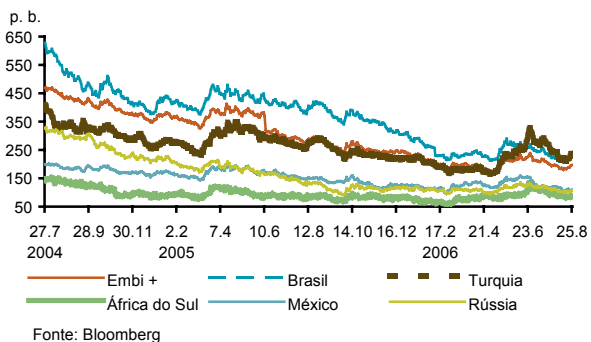
Fonte: Bloomberg

1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de 10 anos, até 23 de agosto de 2006.

O retorno anual dos títulos governamentais de dez anos dos Estados Unidos atingiu 5,24%, a maior taxa do ano, em 28 de junho. Após a elevação dos juros básicos norte-americanos para 5,25% a.a., em julho, e um comunicado do Comitê de Mercado Aberto do Fed (FOMC) interpretado como brando pelo mercado, o retorno anual dos papéis norte-americanos de dez anos passou a seguir tendência descendente, atingindo 4,78% a.a., em 25 de agosto. Comportamento semelhante foi observado em papéis similares do Japão e da Alemanha, cujas taxas anuais, após atingirem, respectivamente, 1,99% e 4,14%, em 7 de julho, passaram a declinar e situaram-se, na mesma ordem, em 1,71% e 3,79%, em 25 de agosto.

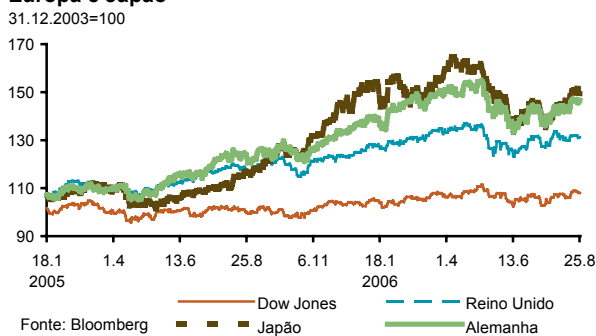
As incertezas sobre a economia norte-americana influenciaram o desempenho dos mercados financeiros internacionais nos últimos meses, aumentando a aversão

Gráfico 4.14 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)



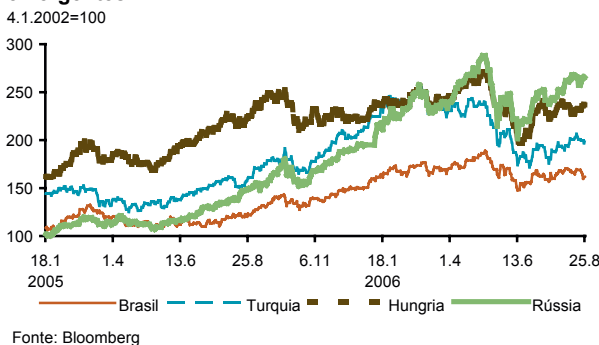
ao risco dos investidores estrangeiros, especialmente em junho. O Embi+, indicador de risco associado a mercados emergentes, atingiu 222 pontos em junho, comparativamente a 196 pontos no mês anterior, apresentando o maior valor, de 238 pontos, no dia 27. Nos meses seguintes, o Embi+ apresentou tendência descendente, atingindo 197 pontos em 25 de agosto.

Gráfico 4.15 – Bolsas de valores – EUA, Europa e Japão



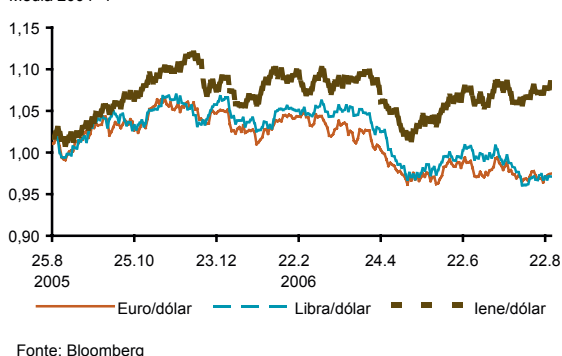
A evolução das bolsas de valores também esteve influenciada negativamente em junho. Os índices Dow Jones dos Estados Unidos, *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100) do Reino Unido, *Deutscher Aktienindex* (DAX) da Alemanha e Nikkei do Japão registraram pontuações mínimas em 13 de junho, acumulando perdas de 4,1%, 3,8%, 7% e 8,3%, respectivamente, em relação ao fechamento de maio. Os índices do Brasil e da Rússia recuaram 10,1% e 15,1% no mesmo período, também registrando mínimas em 13 de junho. O índice da Turquia registrou pontuação mínima em 26 de junho, quando acumulou recuo de 16,2% em relação a maio. Após essas datas, as bolsas apresentaram recuperação, com os índices do Brasil e da Turquia acumulando, entre 1º de junho e 25 de agosto, perdas de 1,6% e 3,3%, respectivamente, e o da Rússia, alta de 11,7%.

Gráfico 4.16 – Bolsas de valores – Mercados emergentes



No mercado cambial, após um período de estabilidade no primeiro trimestre, as relações de troca entre as moedas dos países desenvolvidos apresentaram variações significativas desde a segunda quinzena de abril. As oscilações decorreram principalmente da evolução da economia dos Estados Unidos e da forma como o mercado interpretou as decisões e os comunicados emitidos pelo FOMC no período.

Gráfico 4.17 – Cotações do dólar

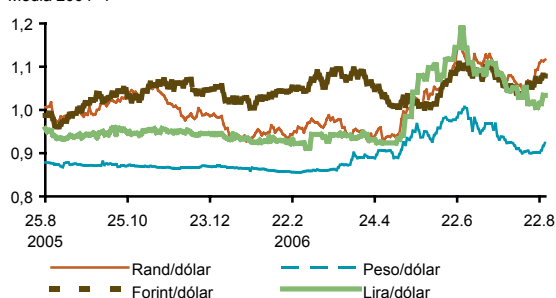


Como mencionado no último "Relatório de Inflação", o primeiro período de depreciação do dólar norte-americano frente às moedas européia e japonesa foi desencadeado pela divulgação da ata da reunião de março do FOMC na segunda quinzena de abril. Esse movimento foi parcialmente revertido a partir da reunião seguinte, em 10 de maio, não apenas pela elevação dos *Fed Funds* para 5% a.a., mas também, e principalmente, pela forma como os investidores interpretaram o texto do comunicado daquela decisão. Para isso contribuiu, ainda, a divulgação de índices de preços maiores do que os esperados pelo mercado. Até a reunião de 29 de junho, o dólar apresentou apreciações ante o euro, 1,4%; iene, 4%; e libra esterlina, 3%.

Temores quanto à extensão e possível intensificação do processo de ajuste de taxas de juros nos Estados Unidos afetaram a disposição dos investidores em assumir

Gráfico 4.18 – Moedas de países emergentes

África do Sul, Colômbia, Hungria e Turquia
Média 2004=1



Fonte: Bloomberg

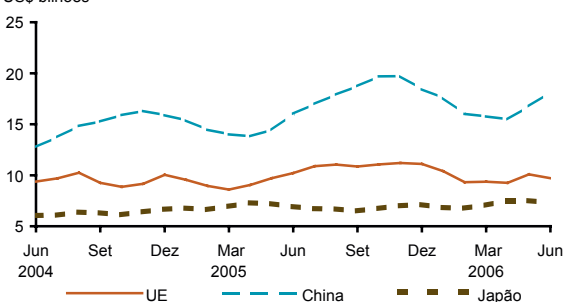
riscos mais elevados em ativos de mercados de países em desenvolvimento, registrando-se redução na demanda pelas moedas desses países. Assinalem-se, entre 10 de maio e 29 de junho, as depreciações, em relação ao dólar, sofridas pelas moedas da Turquia, 18,4%; África do Sul, 15%; Colômbia, 11,4%; e Hungria, 8,7%.

Nos dois meses seguintes, a situação se reverteu. A interrupção do ciclo de aperto monetário nos Estados Unidos, em 8 de agosto, e as elevações das taxas de juros básicas no Japão, na Área do Euro e no Reino Unido contribuíram para o arrefecimento da pressão dos mercados pela apreciação da moeda norte-americana. Em julho e em agosto, as taxas de câmbio entre o dólar norte-americano e as principais moedas dos países desenvolvidos permaneceram estáveis, e as cotações das moedas de algumas economias emergentes apresentaram relativa recuperação, a exemplo do peso colombiano e da lira turca, que, de 29 de junho a 25 de agosto, valorizaram-se 8,7% e 10,5%, respectivamente.

4.4 Comércio mundial

Gráfico 4.19 – EUA – Déficit comercial bilateral^{1/}

US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg

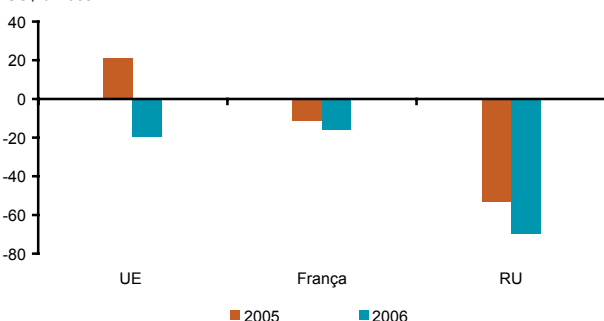
1/ Média móvel trimestral.

O comércio mundial continua refletindo o crescimento econômico de países-chaves no cenário global, a exemplo de Estados Unidos, China, Japão e Área do Euro, com desdobramentos sobre as cotações, especialmente, das *commodities* metálicas e do petróleo.

Nos Estados Unidos, o déficit acumulado da balança comercial elevou-se 12,1% no primeiro semestre de 2006, em relação ao mesmo período do ano anterior, não obstante o recuo do déficit mensal registrado em junho, devido ao aumento das exportações.

Gráfico 4.20 – Saldo comercial jan-jun

US\$ bilhões



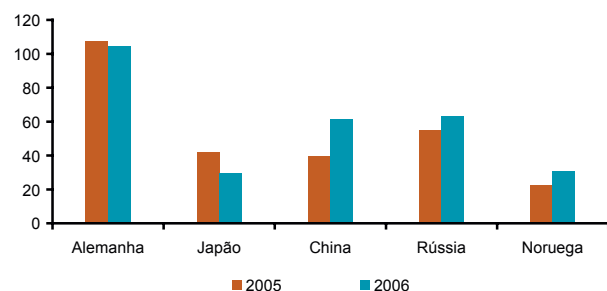
Fonte: Bloomberg

O déficit comercial dos países da Área do Euro atingiu US\$19,6 bilhões no primeiro semestre de 2006, registrando-se superávit na Alemanha e déficits representativos na Itália, França, Espanha e Grécia. O resultado agregado refletiu tanto a continuidade dos preços do petróleo em patamar elevado quanto a elevação da demanda doméstica.

No primeiro semestre de 2006, a demanda externa por produtos japoneses continuou elevada, mas em ritmo de crescimento menos acentuado do que a demanda doméstica, notadamente maquinário para fabricação de eletrônicos, contribuindo para a redução do superávit comercial no período, em relação ao semestre correspondente do ano anterior. O crescimento do investimento na economia japonesa, com vistas a atender às demandas doméstica e

Gráfico 4.21 – Saldo comercial jan-jun

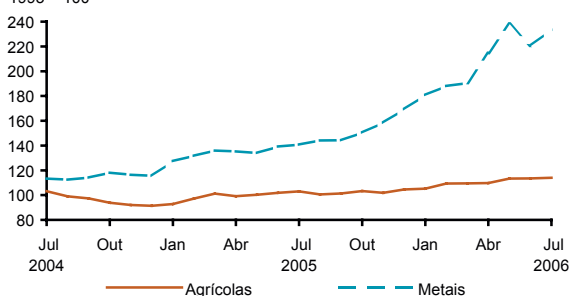
US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.22 – Índice de preço de commodities em DES

1995 = 100



Fonte: FMI

externa, sugere a manutenção do superávit japonês, ainda que em nível menor do que em 2005.

O superávit comercial da China acelerou-se em 2006, acumulando crescimento de 54,4% no primeiro semestre do ano, em relação a igual período de 2005. Essa evolução suscitou, novamente, discussões a respeito do regime cambial chinês.

4.4.1 Commodities

O desempenho da economia mundial segue pressionando as cotações das *commodities* agrícolas e, especialmente, as relativas às *commodities* metálicas. As primeiras elevaram-se 9% em julho, em relação ao mesmo mês de 2005, com ênfase para o aumento de 44% no preço do açúcar, enquanto os preços internacionais das *commodities* metálicas cresceram 66%, na mesma base de comparação. Cabe ressaltar que, enquanto a elevação dos preços das *commodities* agrícolas esteve concentrada em alguns produtos específicos, a alta nas cotações das *commodities* metálicas foi generalizada.

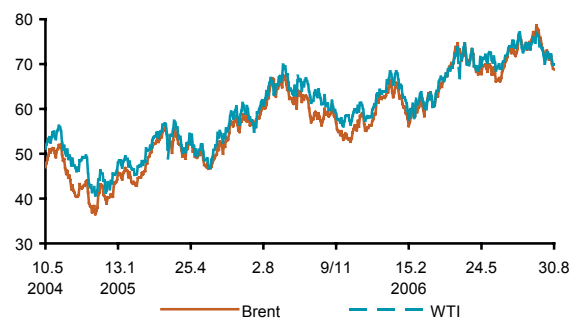
4.4.1.1 Petróleo

O preço internacional do petróleo permaneceu volátil e em patamares historicamente elevados, evidenciando tanto a proximidade da temporada de furacões no Golfo do México quanto a persistência de fatores geopolíticos e estruturais, a exemplo da margem apertada entre oferta e demanda mundiais de petróleo, da reduzida capacidade ociosa da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), dos gargalos da capacidade mundial de refino e do crescimento mundial. Entretanto, em um movimento que pode sinalizar uma acomodação nesse mercado, em agosto, a Opep reduziu em 80 mil barris/dia a estimativa de consumo mundial para 2006, devido ao declínio da demanda nos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) no segundo trimestre.

O preço médio do barril de petróleo tipo Brent atingiu US\$73,77 em agosto, comparativamente a US\$73,90, em julho, e a US\$64,09, em agosto de 2005. Nos primeiros oito meses de 2006, o preço médio do barril alcançou US\$67,87, ante US\$52,53 no período correspondente do ano anterior.

Gráfico 4.23 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

4.5 Conclusão

No médio prazo, a evolução da economia mundial tende a ser condicionada, principalmente, pelo ritmo de desaceleração da economia norte-americana, para a qual o cenário mais provável ainda é o de arrefecimento gradual. Os riscos mais importantes são a ocorrência de choques na oferta de petróleo ou a deterioração mais severa do mercado imobiliário nos Estados Unidos, cujos efeitos podem se estender às demais regiões, a partir de eventual retração das importações norte-americanas e queda nos preços dos ativos financeiros e de *commodities*.

Confirmada a desaceleração da economia dos Estados Unidos e mantidos os preços em patamares considerados aceitáveis pela autoridade monetária, a questão passa então a ser quando o Fed começará a reduzir os juros.

No mercado financeiro internacional, com as flutuações expressivas de maio e junho, os agentes passaram a distinguir mais intensamente, dentre as economias emergentes, os países com políticas, monetária, fiscal e externa sustentáveis. Tais economias, cujos fundamentos macroeconômicos são considerados mais consistentes têm maior capacidade de absorção de eventuais choques externos adversos.

A evolução das contas externas brasileiras vem sendo marcada por vigoroso ajuste, centrado em superávits comerciais elevados para os padrões históricos, construídos em ambiente de expansão do grau de abertura da economia. O ajuste proporcionou superávits em transações correntes desde 2003, redução e melhoria do perfil do endividamento externo e recomposição do nível das reservas internacionais. Os resultados do balanço de pagamentos confirmam a significativa melhora da posição externa do País ocorrida ao longo dos últimos anos e possibilitaram, ainda, no âmbito fiscal, que o setor público, historicamente exposto de forma passiva à variação cambial, adquirisse posição ativa.

O processo de contínua redução da vulnerabilidade externa brasileira tem se fortalecido com a adoção de políticas econômicas consistentes ao amparo, até o momento, de condições favoráveis no mercado internacional. Destaquem-se a ampla liquidez, a relativamente baixa aversão ao risco dos investidores em relação aos países emergentes, a aceleração das taxas de crescimento do produto e do volume de comércio mundiais e a evolução favorável dos preços internacionais dos principais produtos brasileiros de exportação. Recentemente, contudo, começaram, especialmente nos EUA, a surgir evidências de moderação desse crescimento. Ao mesmo tempo, os mercados financeiros internacionais passaram a exibir maior seletividade quanto aos países emergentes.

O fortalecimento estrutural do balanço de pagamentos brasileiro tem seus reflexos na trajetória de contínua redução do nível de risco-Brasil. Após ter superado 2.400 pontos básicos, no segundo semestre de 2002, o indicador tem flutuado na faixa de 200 a 300 pontos básicos no decorrer dos oito primeiros meses de 2006, os menores valores desde a criação da série, em 1994.

Nos oito primeiros meses do ano, em comparação a igual período de 2005, registrou-se ampliação nos ingressos líquidos de divisas no País, como reflexo dos resultados

positivos apresentados pela balança comercial cambial, em patamar superior às remessas líquidas relativas a operações financeiras. O mercado cambial deverá continuar superavitário, permitindo a constituição de ativos no exterior pelo setor bancário. As reservas internacionais estimadas ao término de 2006, já incorporando a previsão de compras de moeda estrangeira a serem efetuadas pelo Tesouro Nacional em mercado, bem como as compras líquidas já realizadas pelo Banco Central, deverão apresentar considerável elevação em comparação ao mesmo período de 2005. Sob esse cenário, ressalte-se que o financiamento do balanço de pagamentos de 2006 já foi concluído, não se antecipando dificuldades futuras ao financiamento do setor externo.

Nesse contexto, as projeções para o comportamento do setor externo constantes deste “Relatório de Inflação” incorporam alterações em relação ao Relatório anterior, em função dos dados observados até agosto de 2006 e do novo estoque de endividamento externo, referente a junho do mesmo ano. Foram atualizadas as projeções de amortizações e pagamento de juros, as quais também foram impactadas pelos efeitos do programa de recompras e das demais ações de antecipação de vencimentos da dívida externa pública.

Neste Relatório, apresentam-se, ainda, projeções para os resultados das contas externas em 2007. Não obstante a redução estimada para o saldo comercial, projeta-se superávit em transações correntes por conta, fundamentalmente, dos efeitos da redução do endividamento externo e da elevação das reservas internacionais sobre o resultado líquido da conta de juros. Em relação aos fluxos de capitais, os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos deverão permanecer estáveis, enquanto os investimentos em ações deverão apresentar pequena redução; as taxas de rolagem previstas para o endividamento privado de médio e longo prazos foram estimadas em 100%. Nesse cenário, o mercado cambial será superavitário, permitindo ao setor bancário elevar a constituição de seus ativos no exterior. As projeções para 2007 deverão possibilitar à Autoridade Monetária ampliar o estoque de ativos de reservas internacionais ao final do ano. Assim, por mais um ano não deverão ocorrer dificuldades no financiamento do balanço de pagamentos.

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio proporcionou ingressos líquidos de US\$26,9 bilhões de recursos contratados nos oito primeiros meses de 2006, ante US\$10,8 bilhões no período correspondente do ano anterior e US\$18,8 bilhões em 2005.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	2005			2006	
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago
	Operações com clientes no País	0,0	11,3	19,3	1,3
Comercial	4,9	33,6	51,8	3,8	36,5
Exportação	11,1	78,5	123,0	12,4	91,9
Importação	6,2	45,0	71,2	8,6	55,4
Financeiro ^{1/}	-4,9	-22,3	-32,5	-2,5	-9,6
Compras	10,4	72,4	120,2	14,4	118,9
Vendas	15,3	94,7	152,7	16,9	128,4
Operações com instituições no exterior (líquido) ^{2/}	0,0	-0,5	-0,5	0,0	0,0
Saldo	0,0	10,8	18,8	1,3	26,9

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

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

Os ingressos líquidos no segmento comercial atingiram US\$36,5 bilhões, ante US\$33,6 bilhões de janeiro a agosto de 2005, registrando-se aumentos de 17% nas exportações e de 23,2% nas importações. As contratações no segmento financeiro resultaram em saídas líquidas de US\$9,6 bilhões, ante US\$22,3 bilhões nos oito primeiros meses de 2005, registrando-se crescimentos de 64,2% nas compras de moeda estrangeira e de 35,6% nas vendas.

As condições no mercado cambial permitiram ao Banco Central adquirir, liquidamente, US\$23,4 bilhões nos oito primeiros meses de 2006. Tais compras, 130% superiores às registradas no mesmo período de 2005, foram realizadas no âmbito da política de recomposição de reservas internacionais, levando em consideração as condições de mercado a cada momento e procurando não introduzir volatilidade adicional no mercado cambial. Em função do resultado cambial e das compras líquidas do Banco Central, a posição vendida de câmbio dos bancos no mercado à vista, que era de US\$4,1 bilhões ao final de 2005, passou a US\$979 milhões ao final de agosto de 2006. Portanto, observa-se que uma parcela do superávit cambial dos oito primeiros meses de 2006 foi utilizada pelo setor bancário para reduzir seus compromissos externos.

5.2 Comércio de bens

Em agosto de 2006, as exportações somaram US\$13,6 bilhões, e as importações, US\$9,1 bilhões, ambos recordes históricos, com as médias diárias apresentando crescimentos de 20,2% e de 18,6%, respectivamente, em relação a agosto de 2005. O superávit mensal alcançou US\$4,5 bilhões, enquanto o resultado acumulado nos primeiros oito meses do ano atingiu US\$29,7 bilhões, 4,9% acima do ocorrido no mesmo período de 2005. A corrente de comércio totalizou US\$146,6 bilhões até agosto, elevação de 18,4% ante o período correspondente de 2005. Ressalte-se que os resultados comerciais nos oito primeiros meses de 2006 foram influenciados pela paralisação dos fiscais aduaneiros, que perdurou de 2 de maio a 6 de julho. A extrapolação simples do comportamento observado nos últimos meses para o futuro deve, portanto, ser evitada.

As exportações de produtos básicos e de manufaturados cresceram 10,8% e 19,1%, respectivamente, em agosto de 2006, relativamente ao mesmo mês de 2005. Na mesma base de comparação, as exportações de produtos semimanufaturados cresceram 60,8%. Dentre os principais produtos dessa categoria, destacaram-se semimanufaturados

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período	Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões	
				Corrente de comércio	
Jan-ago 2006	88 164	58 479	29 684	146 643	
Jan-ago 2005	76 085	47 776	28 309	123 861	
Var. %	15,9	22,4	4,9	18,4	

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-ago/2005 e jan-ago/2006, 168 dias úteis.

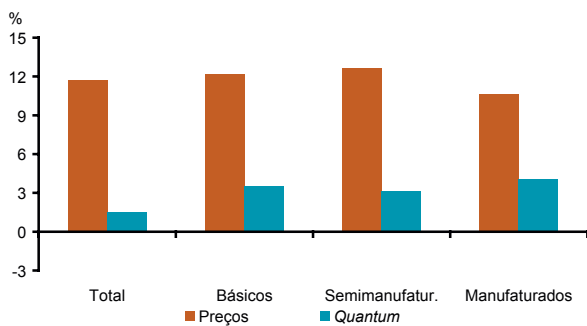
Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-agosto

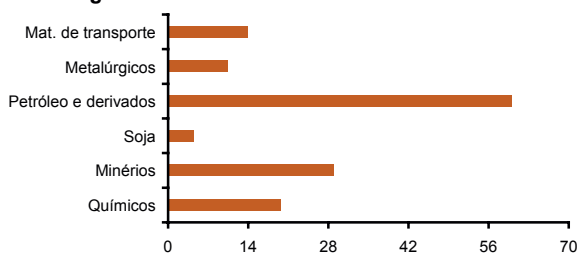
Discriminação	US\$ milhões		
	2005	2006	Var. %
Total	452,9	524,8	15,9
Básicos	133,9	154,5	15,3
Industrializados	309,8	358,1	15,6
Semimanufaturados	62,3	72,7	16,8
Manufaturados	247,5	285,4	15,3
Operações especiais	9,2	12,2	33,4

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-ago/2005 e jan-ago/2006, 168 dias úteis.

Gráfico 5.1 – Exportações – Índices de preços e quantum – Janeiro/agosto – 2006/2005

Fonte: Funcex

Gráfico 5.2 – Exportações por principais setores – Janeiro/agosto – 2006/2005^{1/} – %

Fonte: MDIC/Secex

1/ Variação sobre igual período do ano anterior.

Em jan-ago/2005 e jan-ago/2006, 168 dias úteis.

Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB

Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	2005	2006	Var. %
Total	284,4	348,1	22,4
Bens de capital	58,5	72,7	24,2
Matérias-primas	148,8	172,6	16,0
Naftas	5,8	7,1	22,7
Bens de consumo	31,3	44,0	40,4
Duráveis	14,2	22,1	55,5
Automóveis de passageiros	2,7	6,4	138,0
Não duráveis	17,1	21,8	27,9
Combustíveis e lubrificantes	45,7	58,8	28,7
Petróleo	29,3	37,7	28,7

Fonte: MDIC/Secex

Nota: Em jan-ago/2005 e jan-ago/2006, 168 dias úteis.

de ferro/aço, aumento de 260%; alumínio em bruto, 170%; açúcar em bruto, 85,6%; e couros e peles, 28,1%. Em relação aos produtos básicos, sobressaíram os aumentos nas vendas de minérios de ferro, 22,5%; carne bovina, 16,7%; carne suína, 15%; e café em grão, 14,2%. Na categoria dos manufaturados, as exportações de álcool etílico cresceram 340%; seguindo-se as relativas a óleos combustíveis, 89,1%; aparelhos transmissores/receptores, 69,2%; e gasolina, 56,6%.

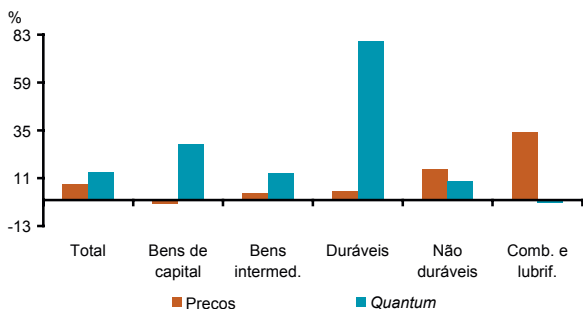
Considerados os oito primeiros meses do ano, as exportações de produtos básicos e de produtos manufaturados aumentaram 15,3% em relação ao mesmo período de 2005, e as de semimanufaturados, 16,8%. A contribuição das elevações nos preços superou a contribuição das elevações no *quantum*, na composição do crescimento do valor exportado. De janeiro a agosto de 2006, relativamente ao mesmo período de 2005, as elevações de preços nas exportações de básicos, semimanufaturados e manufaturados atingiram 12,2%, 12,6% e 10,6%, respectivamente, enquanto as quantidades exportadas variaram, na mesma ordem, 3,5%, 3,1% e 4,1%.

Considerada a mesma base de comparação, registraram-se expansões no valor das exportações de todos os setores de atividade, em especial nas relativas a petróleo, 60%; açúcar, 40,3%; minérios, 29%; elétricos e eletrônicos, 24,5%; e papel e celulose, 23,2%.

Em agosto deste ano, as importações de todas as categorias de uso final apresentaram crescimentos significativos quando comparadas a agosto de 2005, acumulando expansão conjunta de 18,6%. Tal como nas exportações, parte do crescimento deve ser relativizado, em função de estar associado aos registros de importações não efetivados em maio e em junho, durante o período de greve dos fiscais aduaneiros. Dentre as categorias de uso final, destacaram-se os crescimentos das compras de bens de consumo duráveis, 64%, impulsionado pelo aumento de 200% nas aquisições de automóveis; seguindo-se as relativas a bens de consumo não duráveis, 35,2%; produtos intermediários, 20,1%; bens de capital, 13,5%; e matérias-primas e combustíveis e lubrificantes, 5,4%.

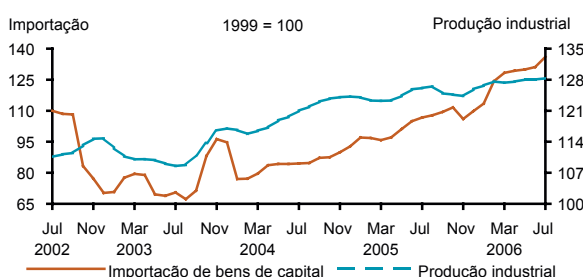
Consideradas as importações acumuladas nos primeiros oito meses do ano, em relação ao mesmo período de 2005, assinalem-se, dentre os principais produtos da categoria bens de consumo duráveis, os aumentos das aquisições de automóveis, 138%; máquinas e aparelhos de uso doméstico, 70,6%; e móveis e equipamentos para casa,

Gráfico 5.3 – Importações – Índices de preços e quantum – Janeiro/agosto – 2006/2005



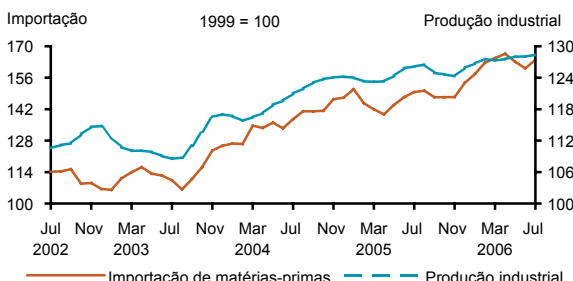
Fonte: Funcex

Gráfico 5.4 – Importação de bens de capital x produção industrial – Média móvel de 3 meses Índices dessazonalizados



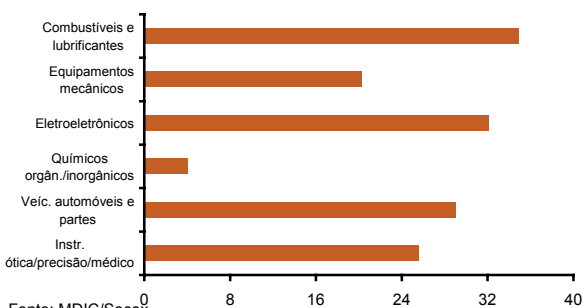
Fonte: IBGE e Funcex

Gráfico 5.5 – Importação de matérias-primas x produção industrial – Média móvel de 3 meses Índices dessazonalizados



Fonte: IBGE e Funcex

Gráfico 5.6 – Importações por principais setores Janeiro/agosto – 2006/2005^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

1/ Variação sobre igual período do ano anterior. Em jan-ago/2005 e jan-ago/2006, 168 dias úteis.

34,5%. Dentre os bens de consumo não duráveis, as taxas de crescimento mais elevadas ocorreram nas importações dos setores vestuário, 51%; bebidas e tabaco, 38,1%; e produtos alimentícios, 26,1%. As importações de bens de capital permaneceram crescendo de forma acelerada, com ênfase nas compras de máquinas e aparelhos para escritório e serviço científico, 31%, e maquinaria industrial, 27,3%. Dentre as matérias-primas e produtos intermediários, sobressaíram as importações de produtos minerais, com crescimento de 40,5%, destacando-se as importações de naftas, cujo valor se expandiu em 22,7%.

O comportamento do valor das importações, em agosto, seguiu a tendência registrada ao longo do ano, caracterizando-se pela elevação de preços de combustíveis e lubrificantes e, em menor grau, dos preços de bens de consumo não duráveis. O aumento de preços dos combustíveis atingiu 34,2%, consideradas as médias dos primeiros oito meses de 2006 e de 2005, e a queda do quantum, 1,4%. As taxas de crescimento relativas às importações de bens de consumo não duráveis atingiram 15,2% e 9,5%, respectivamente. Na mesma base de comparação, o quantum importado de bens de consumo duráveis, bens de capital, e de matérias-primas e produtos intermediários cresceu 79,5%, 27,9% e 13,2%, respectivamente, enquanto as referentes a seus preços variaram, na mesma ordem, 4,2%, -1,9% e 3,5%.

A análise das importações por setores de atividade econômica, até agosto, revela crescimento, em valor, para a maior parte dos setores, com destaque para o aumento das compras de combustíveis e lubrificantes, 34,9%; eletroeletrônicos, 32,1%; veículos automóveis e partes, 29%; instrumentos de ótica, precisão e de uso médico, 25,6%; e equipamentos mecânicos, 20,3%. Em sentido inverso, as importações de adubos e fertilizantes recuaram 3,4% e as de produtos diversos da indústria química, 7,1% (ver box "Impactos do Setor Petrolífero na Economia Brasileira").

O intercâmbio comercial do País, considerando as médias diárias dos períodos de janeiro a agosto de 2006 e de 2005, cresceu em relação aos principais blocos e regiões. Em relação às exportações, assinala-se a menor representatividade das destinadas a mercados tradicionais, como EUA e União Européia, em linha com o processo de desconcentração das vendas externas brasileiras. As exportações destinadas aos países da Associação Latino-Americana de Integração (Aladi) atingiram média diária de US\$120 milhões nos primeiros oito meses do ano, com crescimento de 24,5% em relação ao mesmo período do ano anterior. As vendas direcionadas ao Mercosul elevaram-se

Impactos do Setor Petrolífero na Economia Brasileira

A elevação acentuada dos preços do petróleo tem sido, historicamente, fator de desequilíbrio nas transações correntes do balanço de pagamentos brasileiro, com impactos diretos na inflação, no nível de atividade e nos resultados fiscais do setor público. A atual situação, com preços nominais recordes, embora ainda abaixo, em termos reais, dos atingidos no final dos anos 1970, tem causado, no entanto, impactos reduzidos sobre o setor externo brasileiro, em função do desempenho recente da produção doméstica e das exportações de petróleo.

Este boxe busca avaliar a situação atual da balança comercial do setor de combustíveis e lubrificantes, traçando um paralelo com os dados das crises anteriores, e relaciona, ainda, os impactos diretos do setor petrolífero sobre o nível de atividade, a inflação e o desempenho das contas fiscais.

A inserção do petróleo e de seus derivados em todas as esferas econômicas, de forma direta ou indireta, torna complexa a mensuração precisa dos efeitos das variações dos seus preços sobre a atividade econômica, em geral, e sobre a balança comercial, em particular, assinalando-se que o dinamismo recente da balança comercial tem possibilitado a absorção mais confortável dos efeitos negativos dos aumentos nos preços internacionais.

A produção doméstica de petróleo representava pouco mais da metade do consumo interno no início da década de 1990. Atualmente, essa produção está muito próxima de atender à totalidade da demanda. Contudo, as características do petróleo doméstico, das usinas de refino e da demanda por derivados tornam mais vantajoso, do ponto de vista econômico, o refino interno de

apenas parte do petróleo nacional extraído. Assim, o País permanece importando volume expressivo do produto, mas, por outro lado, as exportações vêm se elevando rápida e significativamente.

Os valores para o comércio de combustíveis e lubrificantes revelam o crescimento superior das exportações *vis-à-vis* as importações nos últimos anos, reduzindo o déficit consistentemente.

A redução da dependência externa dos combustíveis e lubrificantes fica mais evidente quando é descontado o efeito do forte aumento da cotação do petróleo. O *quantum* das exportações para o período de janeiro a agosto de 2006 é 67,5% maior que a média anual do período de 2000 a 2005, enquanto o relativo às importações é 6,3% inferior, na mesma base de comparação.

Gráfico 1 – Combustíveis e lubrificantes – Comércio exterior

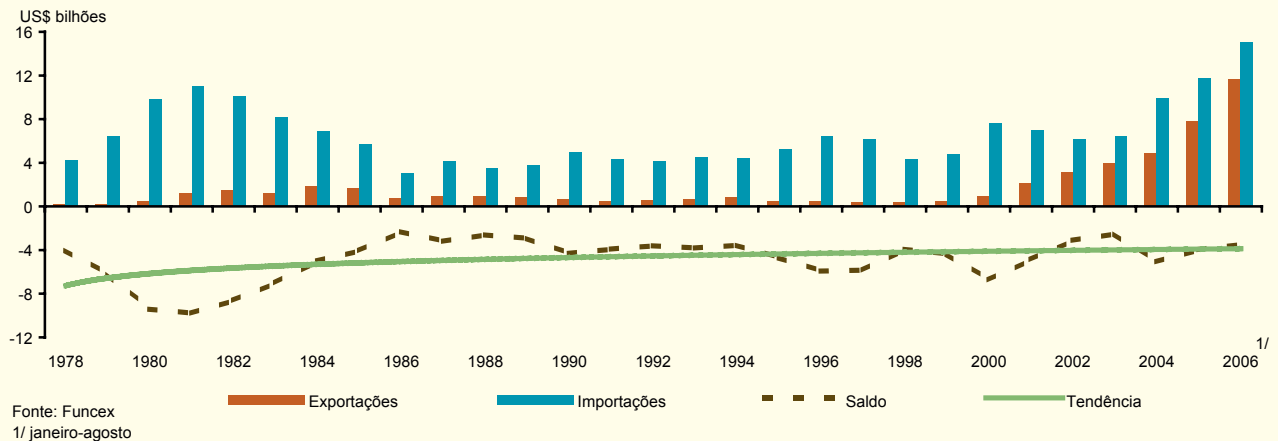
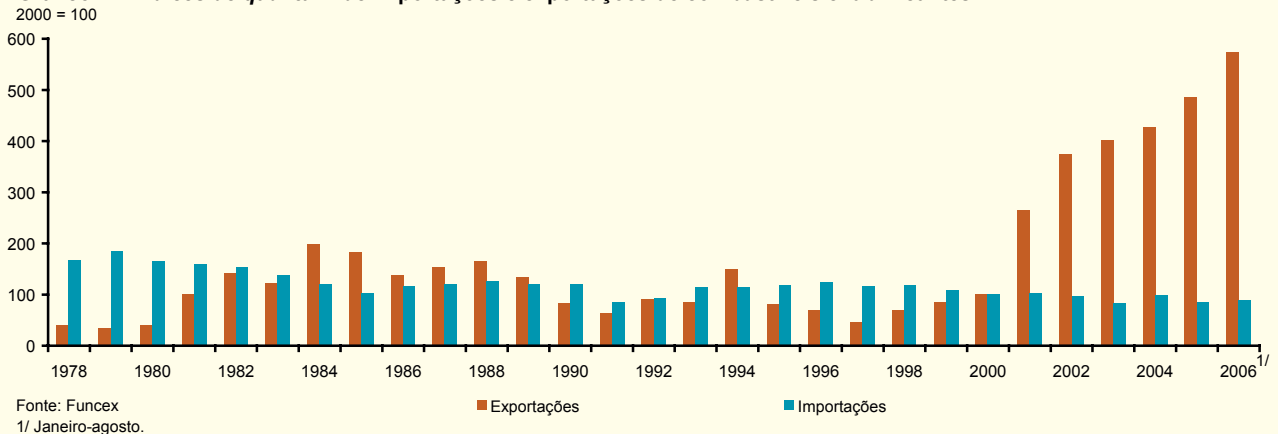


Gráfico 2 – Índices de *quantum* de importações e exportações de combustíveis e lubrificantes



Estatísticas do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC) e da Secretaria de Comércio Exterior (Secex) evidenciam que, para cada unidade de peso de petróleo exportado, no período de 1996 a 1999, foram importadas, em média, 349 unidades, quantidade que se reduziu para 1,5 unidade no período de 2002 a 2005.

A tendência das compras externas dos produtos derivados do petróleo tem sido decrescente. De acordo com a Agência Nacional do Petróleo (ANP), as importações de óleo diesel passaram, gradativamente, de 41,1 milhões de barris, em 2001, para 14,9 milhões, em 2005. Na mesma base de comparação, as compras externas de gás liquefeito de petróleo recuaram de 24,2 milhões de barris para 6 milhões, e as de querosene de aviação, de 7,4 milhões de barris para 2 milhões. Apenas a importação de nafta apresentou aumento significativo em 2005, após ter se mantido relativamente estável, nos anos anteriores, no patamar de 20,5 milhões de barris. Esses produtos representaram, em conjunto, 86,9% do valor total de derivados importados, em 2005.

Os principais derivados exportados têm atingido patamares elevados. As vendas externas de óleo combustível passaram de 11,2 milhões de barris, em 2000, para patamar superior a 30 milhões, no período de 2001 a 2005, atingindo 46,9 milhões de barris em 2004. Em 2006, até agosto, o volume exportado atingiu 29,5 milhões de barris. As exportações de gasolina têm apresentado maior volatilidade, com volume médio de 16,7 milhões de barris no período de 2000 a 2005, acumulando, até agosto de 2006, 9,4 milhões. Nos oito primeiros meses deste ano, gasolina e óleo combustível representaram 86% do total de derivados exportados.

Considerando o valor, a relação entre importações e exportações de derivados tem-se reduzido constantemente, passando de US\$3,67 de importações para cada dólar exportado, em 2000, para US\$1,07 em 2006, até agosto. Dessa forma, o déficit de petróleo e derivados mostra tendência declinante nos últimos anos, tanto por influência do crescimento das exportações, como pela redução das importações. A redução gradativa da dependência deverá ser acentuada, pois a Petrobrás está implementando

projeto de adequação das refinarias brasileiras ao petróleo mais pesado produzido no País. Além disso, outras medidas poderão representar economia na importação de petróleo e de seus derivados, como investimentos em novas usinas hidrelétricas e na produção de biodiesel.

Esse desempenho do setor petrolífero no comércio exterior tem também contribuído para os crescentes saldos comerciais observados nos últimos anos, colocando as contas externas do País em posição mais confortável ante eventuais desequilíbrios no mercado internacional de petróleo. Da mesma forma, os consequentes superávits em transações correntes, obtidos a partir de 2003, reforçam a capacidade da economia brasileira em absorver esses choques externos.

Aplicando-se os preços atuais aos volumes exportados e importados de petróleo e de derivados em 2000, pode-se estimar que o setor tenha contribuído com cerca de US\$9,7 bilhões para a reversão de US\$45,5 bilhões verificada na balança comercial no período de 2000 a 2005.

Além dos impactos imediatos na balança comercial, a alta dos preços do petróleo no mercado internacional tem, também, impactos no preço dos derivados no mercado interno. No caso da nafta ou do querosene para aviação, esse efeito ocorre praticamente de forma direta. Para a gasolina e o óleo diesel, a Petrobrás segue política de não repassar ao mercado doméstico a volatilidade externa do preço do petróleo, reajustando os preços internos somente quando o preço internacional apresenta novo patamar consolidado. Como os preços dos derivados dependem especialmente do mercado externo, a taxa de câmbio, além das cotações internacionais, constitui fator fundamental para os reajustes internos. Em função desses aspectos, não é possível determinar com exatidão quando ocorrem os reajustes de preços desses combustíveis, nem as suas magnitudes, sobretudo nos momentos em que o mercado externo desses produtos apresenta alta volatilidade.

Para avaliar o impacto direto do aumento do preço da gasolina, do gás de bujão e do óleo diesel nos índices de preços (Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna – IGP-DI e Índice de

Preços ao Consumidor Amplo – IPCA), tomou-se como base uma alta, hipotética, de 10% nos preços de realização da Petrobrás (sem Cide e PIS/Cofins¹). Esse aumento resulta em elevações de 6,4% no preço de faturamento (com Cide e PIS/Cofins) da gasolina e de 8,4% no preço do gás de bujão e do óleo diesel, que correspondem aos aumentos nos preços no atacado (captados pelo Índice de Preços por Atacado – IPA). Os preços ao consumidor sofrem reajustes menores em decorrência, principalmente, da margem de distribuição. No caso da gasolina, o aumento do preço ao consumidor é ainda minimizado em razão da mistura de 20% de álcool anidro. Em função desses fatores, estimam-se os reajustes de preços para o consumidor em 5,1% para a gasolina; 6,9% para o óleo diesel; e 5,9% para o gás. A Tabela 1 resume os impactos para o IPCA e para o grupo dos preços monitorados, decorrentes de reajuste de 10% no preço de realização da Petrobrás.

Tabela 1 – Impacto no IPCA de reajuste de 10%^{1/} no preço de derivados de petróleo

Discriminação	Gasolina	Óleo diesel	Gás de bujão
Preço realização (%)	10,00	10,00	10,00
Preço faturamento (%)	6,43	8,37	8,38
Preço consumidor (%)	5,14	6,91	5,87
Impacto IPCA (p.p.)	0,25	0,01	0,07
Impacto monitorados (p.p.)	0,79	0,02	0,23
Impacto IPCA (gasolina, diesel e gás de bujão)			0,32
Impacto monitorados (gasolina, diesel e gás de bujão)			1,03

1/ Reajuste linear sobre o preço de realização (antes da incidência de impostos).

De acordo com a Tabela 1, o impacto direto do reajuste de 10% no preço da gasolina, do gás e do óleo diesel (preço de realização) é de 0,32 p.p. no IPCA e de 1,03 p.p. no grupo dos monitorados. Além desse impacto direto, entretanto, o preço dos combustíveis tem impactos indiretos sobre outros preços da economia, em especial, sobre o item transporte público, cujo peso no IPCA é de 6,3%.

Em relação à produção doméstica, a elevação dos preços internacionais do petróleo e seus derivados tem se constituído em mais um fator de fomento. Os setores de extração e refino de petróleo, bem como a indústria petroquímica, têm aumentado suas participações no valor adicionado da economia brasileira nos últimos anos. Em 1990, a participação desses dois setores somava 10,3% do valor adicionado do setor industrial. Essa participação passou para 13,1%, em 2000, e para 19,6%, em 2003, último dado disponibilizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Esse aumento de participação no período mais recente mostra o importante papel do setor de petróleo para a atividade industrial. Deve-se lembrar que esses setores dependem de investimentos elevados e com longo prazo de maturação.

1/ Cide: Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (R\$0,28/l de gasolina e R\$0,07/l de diesel). PIS/Cofins: Plano de Integração Social/ Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (R\$0,2616/l de gasolina e R\$0,148/l de diesel).

No caso do refino de petróleo, as refinarias nacionais processaram em média 1,7 milhão de barris diários em 2005, utilizando cerca de 94,2% de sua capacidade instalada. Para os próximos dois anos, não há previsão de aumento de capacidade de refino. A nova refinaria da Petrobrás/PDVSA anunciada, que deverá ser construída em Pernambuco, tem previsão de entrar em operação em 2011.

No caso da extração de petróleo, está programada a entrada em operação de diversas plataformas, garantindo o crescimento do setor nos próximos anos.

Por fim, em relação aos impactos sobre o setor fiscal, a Petrobrás, sendo uma empresa estatal, integra as estatísticas fiscais compiladas pelo Banco Central, cuja abrangência inclui, além do governo federal e dos governos estaduais e municipais, as empresas estatais pertencentes a esses três níveis de governo. O segmento de empresas estatais, do qual a Petrobrás é a principal componente, tem dado significativa contribuição para o ajuste fiscal do setor público. O superávit primário do segmento representou, em média, no período 2003-2005, 17,1% do superávit total do setor público. No acumulado em doze meses até julho de 2006, essa relação atingiu 18,3%.

Gráfico 3 – Resultado primário acumulado em doze meses

Percentual do PIB

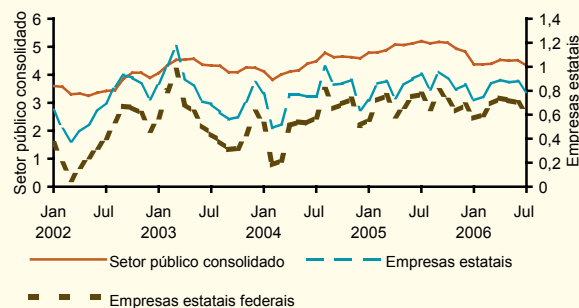
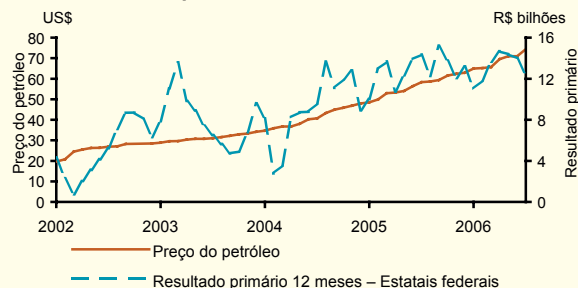


Gráfico 4 – Resultado primário acumulado em doze meses das empresas estatais federais e preço internacional do petróleo^{1/}



1/ Preço médio mensal no mercado norte-americano (WTI).

As receitas da Petrobrás e, por extensão, seus resultados, são influenciados pelos preços dos combustíveis, cujas alterações, além do impacto direto sobre o resultado da empresa, geram efeitos sobre as estatísticas fiscais. No primeiro caso, considerando-se uma elevação de preços, deve-se esperar, em princípio, aumento das disponibilidades da empresa, elevando o resultado fiscal do segmento das estatais e do setor público consolidado.

Há que se considerar ainda o efeito que essa elevação de preços pode ter sobre os lucros da empresa, e conseqüentemente sobre o pagamento de tributos diretos e dividendos. No caso do imposto de renda e de dividendos pagos ao governo, o resultado consolidado do setor público não é alterado, apenas os resultados por segmento (Governo Central e estatais federais). No caso de dividendos pagos ao setor privado, ocorre a redução de disponibilidades da empresa, gerando déficit fiscal no segmento de estatais e no setor público consolidado.

Os três níveis de governo arrecadam ainda recursos decorrentes de *royalties* e da participação especial pela exploração de petróleo, devidos pelas empresas exploradoras, e que têm como base de cálculo o volume extraído, cotado pelo preço internacional. Por ocasião da distribuição desses recursos, o resultado fiscal é neutro para o setor público consolidado, gerando déficit nas estatais e superávit no governo geral. A Lei 9.478, de 6.8.1997, disciplina o recolhimento e distribuição dos recursos de *royalties* e participação especial: 64% do tributo recolhido são transferidos aos estados e municípios, restando à União os 36% restantes. As transferências de *royalties* são mensais e as relativas à participação especial, trimestrais.

Deve-se considerar, ainda, a incidência dos impostos indiretos sobre preços ou sobre volumes de combustíveis. A variação de ambos pode ter impacto sobre os recursos arrecadados por essa via. No caso do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS), imposto devido sobre o valor adicionado, a arrecadação é afetada pela variação de preços. Já a arrecadação do PIS e da Cofins sobre combustíveis é específica sobre volumes, semelhante à Cide-Combustíveis. A contribuição, nesses casos, é cobrada sobre o volume de combustível comercializado. O pagamento desses tributos, a exemplo dos impostos diretos, tem efeito neutro para o setor público consolidado, pois implica déficit nas empresas estatais federais e superávit no governo geral.

Os aumentos da produção doméstica de petróleo nos últimos anos, tanto na extração quanto no refino, permitiram expressiva redução na vulnerabilidade da economia brasileira a choques nos preços internacionais da *commodity*. Assim, a ampliação continuada das exportações de combustíveis e lubrificantes tem possibilitado ao País aproximar-se do equilíbrio no comércio exterior desse setor, revertendo histórico de significativos déficits, e tem, adicionalmente, permitido ao País beneficiar-se do novo patamar de preços internacionais, expressos nos resultados obtidos pela Petrobrás, com importante contribuição ao ajuste fiscal do setor público.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2005	2006	Var. %	2005	2006	Var. %	2005	2006
Total	453	525	15,9	284	348	22,4	169	177
Aladi	96	120	24,5	44	60	35,3	52	60
Mercosul	45	53	19,4	27	33	19,7	17	21
Argentina	38	45	19,4	24	30	22,9	14	15
Demais	7	8	19,1	3	3	-3,8	4	5
México	16	17	11,2	3	5	51,4	12	13
Demais	36	49	36,8	14	22	62,8	22	27
EUA ^{1/}	88	95	8,1	50	56	10,9	38	40
UE	105	115	9,6	73	78	7,1	32	37
Europa Or.	16	16	1,2	4	5	22,5	12	11
Ásia	69	81	16,2	64	87	36,1	6	-6
Japão	14	15	10,8	13	15	14,7	0	-1
Coréia (Sul)	8	8	2,9	9	13	48,6	-1	-5
China	24	33	35,8	20	29	47,5	5	4
Outros	24	25	3,5	22	29	34,0	2	-5
Demais	78	98	25,1	49	63	27,6	29	35

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões							
	2005			2006			2007	
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}	
Transações correntes	0,8	8,6	14,2	2,1	8,2	11,9	2,5	
Balança comercial	3,7	28,3	44,7	4,5	29,7	41,0	30,0	
Exportações	11,3	76,1	118,3	13,6	88,2	132,0	140,0	
Importações	7,7	47,8	73,6	9,1	58,5	91,0	110,0	
Serviços	-0,8	-5,0	-8,1	-1,0	-5,9	-9,0	-9,2	
Transportes	-0,2	-1,1	-1,8	-0,3	-1,6	-2,7	-2,0	
Viagens internacionais	-0,1	-0,5	-0,9	-0,2	-0,8	-1,3	-1,5	
Computação e inform.	-0,1	-1,0	-1,6	-0,1	-1,3	-1,8	-1,6	
Aluguel equipamentos	-0,4	-2,6	-4,1	-0,4	-3,2	-4,6	-4,3	
Demais	0,0	0,3	0,3	0,0	1,0	1,5	0,2	
Rendas	-2,4	-17,0	-26,0	-1,8	-18,3	-24,1	-22,3	
Juros	-1,3	-9,3	-13,5	-0,7	-7,6	-10,1	-8,0	
Lucros e dividendos	-1,1	-7,9	-12,7	-1,0	-10,7	-14,2	-14,5	
Salários e ordenados	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	
Transferências correntes	0,3	2,3	3,6	0,4	2,7	4,0	4,0	

1/ Projeção.

em 19,4%, no período, seguindo-se as direcionadas à Ásia, 16,2%; à União Européia, 9,6%; e aos EUA, 8,1%.

Na mesma base de comparação, as importações oriundas da Ásia atingiram média diária de US\$87 milhões, com crescimento de 36,1%, assinalando-se que as provenientes da China cresceram 47,5%. A forte aceleração dessas importações tornou a Ásia a única das regiões e blocos econômicos a apresentar superávit no comércio com o Brasil – US\$6 milhões ao dia no período de janeiro a agosto de 2006, contrastando com o déficit de US\$6 milhões ocorrido no mesmo período de 2005.

5.3 Serviços e renda

O superávit em transações correntes acumulado em doze meses totalizou US\$13,8 bilhões em agosto de 2006, representando 1,6% do PIB, ante US\$12,4 bilhões no período correspondente do ano anterior. Apesar dos sucessivos recordes de comércio, os resultados em transações correntes vêm apresentando desaceleração em relação ao nível de US\$14,8 bilhões, registrado em novembro de 2005. Essa trajetória está associada ao comportamento das remessas líquidas nas contas de serviços e rendas, que se elevaram em 16,8%, na mesma base de comparação.

O crescimento das remessas líquidas das contas de serviços e rendas não impediu a obtenção de saldos positivos em transações correntes, que somaram US\$8,2 bilhões nos oito primeiros meses de 2006, desempenho fundamentalmente associado ao dinamismo das exportações, e, em menor magnitude, ao resultado em transferências unilaterais.

Nos primeiros oito meses do ano, as despesas líquidas com serviços somaram US\$5,9 bilhões, e as remessas líquidas de rendas, US\$18,3 bilhões, com crescimentos de 18,3% e de 7,6%, respectivamente, em relação ao mesmo período de 2005. A elevação das despesas líquidas com serviços é explicada, principalmente, pelos resultados das contas aluguel de equipamentos, viagens internacionais, *royalties* e licenças, e computação e informação. O item aluguel de equipamentos registrou remessas líquidas de US\$3,2 bilhões, 22,3% superiores às registradas nos primeiros oito meses de 2005. O comportamento dessa conta está associado, em parte, à maior utilização, no País, de bens de capital de propriedade de não-residentes, com desdobramentos favoráveis sobre a ampliação da capacidade produtiva da economia.

Na mesma comparação, o item viagens internacionais registrou remessas de US\$849 milhões, ante US\$511 milhões no período equivalente de 2005, com aumento de 66,2%. Assinale-se o crescimento contínuo e sustentado das receitas acumuladas em doze meses, iniciado em maio de 2002, e que, em agosto de 2006, atingiram US\$4,2 bilhões, o mais elevado patamar desde o início da série em 1947. O resultado em viagens internacionais, com o crescimento das despesas em ritmo superior ao das receitas, refletiu tanto a apreciação nominal na taxa de câmbio como a elevação da renda agregada interna no período. Nesse sentido, os gastos acumulados em doze meses na conta viagens internacionais encontram-se, desde agosto de 2005, acima de US\$4 bilhões, registrando US\$5,4 bilhões até agosto de 2006.

As remessas líquidas de *royalties* e licenças somaram US\$1,1 bilhão nos primeiros oito meses do ano, com crescimento de 32,2% em relação ao mesmo período de 2005, impulsionadas pela prestação de assistência técnica, tanto a produtos manufaturados importados pelo País, como a eventuais contratações desses serviços por parte de exportadores brasileiros.

A conta de rendas, estruturalmente deficitária, registrou pagamentos líquidos de juros de US\$7,6 bilhões nos oito primeiros meses de 2006, 17,4% inferiores aos remetidos no mesmo período de 2005. O resultado anual relativo às despesas líquidas de juros, estável ao redor de US\$13 bilhões ao ano, durante os últimos quatro anos, será favorecido, em 2006, pelas amortizações antecipadas da dívida externa pública, assim como pela melhoria do perfil do endividamento externo. Além do comportamento das despesas, o resultado líquido da conta de juros apresentou redução significativa devido ao ganho mais elevado das aplicações das reservas internacionais, tanto pelo maior estoque de ativos, como pela elevação das taxas de juros internacionais, o que gerou elevação das receitas de juros.

A ampliação do déficit na conta de rendas, ocorrida nos oito primeiros meses de 2006, ante o mesmo período de 2005, resulta da elevação de 36,2% nas remessas líquidas de lucros e dividendos, com aumentos nas despesas líquidas referentes ao investimento direto e ao investimento em carteira, de 27,4% e de 54,6%, respectivamente, na mesma base de comparação.

As remessas líquidas totais de lucros e dividendos atingiram US\$10,7 bilhões no período, ante US\$7,9 bilhões nos meses equivalentes de 2005, evidenciando a trajetória crescente do estoque de Investimentos Estrangeiros Diretos

(IEDs) no País. A elevação das remessas líquidas foi estimulada, ainda, pelo nível de rentabilidade incidente sobre o estoque de IEDs e pela apreciação nominal da taxa de câmbio, que eleva a contrapartida remetida ao exterior em moeda estrangeira.

As remessas brutas de lucros e dividendos de IEDs aumentaram US\$1,9 bilhão, 34,3%, nos oito primeiros meses deste ano, em relação ao período correspondente de 2005. Partindo de amostra equivalente a 92,8% desse universo, e desagregando essa variação por atividade econômica, ocorreu crescimento, em relação ao mesmo período de 2005, de US\$1,1 bilhão em serviços, que registrou remessas brutas de US\$3,3 bilhões. Destaque-se o setor de eletricidade, gás e água quente, cujas remessas cresceram US\$583 milhões, para US\$809 milhões. Ainda no setor de serviços, as remessas de empresas de intermediação financeira cresceram US\$525 milhões, acréscimo de 93,8% em relação ao período equivalente de 2005. As remessas referentes ao setor industrial somaram US\$3,6 bilhões nos oito primeiros meses do ano, com crescimento de 30,9% em relação ao mesmo período de 2005, com destaque para as expansões nos setores fabricantes e montadoras de veículos automotores, 155%; e produtos químicos, 47,3%.

Ressalte-se que o déficit na conta de lucros e dividendos poderia ser ainda mais acentuado, não fosse o dinamismo recente verificado nas receitas dessa rubrica, anteriormente menos significativos. O fluxo de ingressos em renda apresenta, atualmente, evolução condizente com o aumento dos estoques de investimentos brasileiros no exterior, conforme o processo de internacionalização de empresas brasileiras avança (ver boxe "Investimento Brasileiro Direto no Exterior"). No acumulado em doze meses encerrados em agosto, as receitas referentes aos lucros e dividendos relativos ao investimento direto atingiram US\$1,1 bilhão, ante US\$749 milhões no período encerrado em agosto de 2005. Na comparação acumulada em oito meses, o item apresentou elevação nas receitas de 134%, atingindo US\$857 milhões.

5.4 Conta financeira

A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou remessas líquidas acumuladas de US\$7,6 bilhões, de janeiro a agosto de 2006, ante US\$4,5 bilhões no período correspondente de 2005. Os ingressos líquidos de IEDs somaram US\$10,2 bilhões, ante US\$11,6 bilhões nos oito primeiros meses de 2005. Ressalte-se o comportamento

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões						
	2005			2006			2007
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Conta financeira	-1,1	-4,5	-10,3	2,1	7,6	5,9	0,8
Investimentos Diretos	0,9	9,4	12,5	-0,1	3,7	10,0	8,0
Brasileiros no Exterior	-0,2	-2,3	-2,5	-1,3	-6,4	-8,0	-10,0
Estrangeiros no País	1,1	11,6	15,1	1,2	10,2	18,0	18,0
Participação	2,4	10,8	15,0	0,6	6,9	14,7	18,0
Intercompanhias	-1,3	0,8	0,0	0,6	3,3	3,3	0,0
Investimentos em carteira	-1,0	1,1	4,9	0,6	-0,2	1,4	4,9
Ativos	-0,2	-1,3	-1,8	0,1	0,9	0,0	0,0
Passivos	-0,8	2,5	6,7	0,5	-1,1	1,4	4,9
Derivativos	0,0	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Outros investimentos	-1,0	-15,2	-27,7	1,7	3,9	-5,5	-12,2
Ativos	-2,5	-3,9	-5,0	1,7	-0,9	-7,0	-12,4
Passivos	1,5	-11,3	-22,6	0,0	4,8	1,5	0,2

1/ Projeção.

Investimentos Brasileiros Diretos no Exterior

Tabela 1 – Investimentos diretos no exterior

Discriminação	US\$ bilhões	
	2000	2005
Estoque total	7 420	11 434
Países desenvolvidos	7 235	11 039
Países em desenvolvimento	185	395
dos quais: Brasil	47	72
Percentual do PIB – Total (%)	27,1	30,6
Países desenvolvidos (%)	29,9	34,0
Países em desenvolvimento (%)	5,7	8,2
dos quais: Brasil (%)	7,9	9,0

Fonte: IFS/FMI, WEO/FMI, bancos centrais e institutos de estatísticas dos países selecionados.

Países desenvolvidos: EUA, Reino Unido, França, Alemanha, Países Baixos, Suíça, Japão, Canadá, Bélgica, Espanha, Itália, Suécia, Austrália, Cingapura, Irlanda, Finlândia, Dinamarca, Áustria, Noruega, Portugal, Grécia e Nova Zelândia. Países em desenvolvimento: Rússia, Brasil, Coreia, África do Sul, Argentina, México, Chile, Israel, Malásia, Venezuela e Índia.

Tabela 2 – Investimentos Diretos no Exterior (IDEs)

Países em desenvolvimento

País	US\$ bilhões					
	2000			2005		
	Estoque	% do total	% do PIB	Estoque ^{1/}	% do total	% do PIB
Rússia	20	10,9	7,8	139	35,2	18,1
Brasil	47	25,6	7,9	72	18,2	9,0
Coreia	18	9,5	3,4	32	8,1	4,1
África do Sul	32	17,4	24,3	29	7,3	12,1
Argentina	21	11,4	7,4	23	5,8	12,6
México	8	4,1	1,3	25	6,3	3,2
Chile	11	6,0	14,8	21	5,4	18,7
Israel	9	4,9	7,9	19	4,7	15,1
Malásia	9	4,7	9,7	16	3,9	11,9
Venezuela	8	4,1	6,6	11	2,7	8,0
Índia	3	1,4	0,6	10	2,4	1,2
Total	185	100,0	5,7	395	100,0	8,2

1/ Coreia: estoque referente a 2004; África do Sul, Argentina e Malásia: estoques estimados a partir dos fluxos de balanço de pagamentos de 2005; Índia: estoque referente a março/2005.

Os Investimentos Brasileiros Diretos no Exterior (IBDs), evidenciando o processo de internacionalização de empresas brasileiras, registraram acentuado crescimento no período recente, acumulando saídas de US\$8,5 bilhões nos doze meses encerrados em agosto de 2006. Esse processo é focado neste box, onde se comparam os estoques de IBDs com os investimentos diretos no exterior de países selecionados, tanto emergentes como desenvolvidos, bem como os estoques de IBDs com os de investimentos estrangeiros no País. A comparação internacional sugere a continuidade da ampliação tanto do estoque de IBDs como da renda gerada pela constituição desses ativos externos, o que tende a introduzir mudanças na estrutura do balanço de pagamentos.

Análise foi realizada com base em uma amostra de 33 países, dos quais onze em desenvolvimento e 22 desenvolvidos, que apresentavam, individualmente, estoques de investimentos diretos no exterior superiores a US\$9 bilhões ao final de 2005¹. Os estoques foram obtidos diretamente a partir das Posições Internacionais de Investimento (PII) de cada país, ou pelo acréscimo de fluxos de balanços de pagamentos a estoques de anos anteriores. A amostra pode ser considerada significativa em termos do saldo dos investimentos diretos mundiais, totalizando US\$7,4 trilhões, em 2000, e US\$11,4 trilhões, em 2005, valores equivalentes, na comparação com o Produto Interno Bruto (PIB) desses países, a 27,1% e a 30,6%, respectivamente (Tabela 1).

Em 2000, o estoque de investimentos diretos no exterior detido por países desenvolvidos

1/ Com exceção da China, incluindo a Região Administrativa Especial de Hong Kong, tendo em vista as dificuldades de consolidação das informações.

representava 97,5% do saldo global da amostra. De 2000 a 2005, no entanto, ocorreu considerável crescimento no saldo dos investimentos efetuados por países em desenvolvimento, tanto em termos absolutos, atingindo US\$395 bilhões em 2005, expansão de 113% sobre o nível de 2000; como relativos, passando a representar 3,5% do total do estoque de investimentos diretos no exterior, ante 2,5% em 2000. Registrou-se, adicionalmente, crescente participação dos investimentos diretos efetuados pelos países em desenvolvimento da amostra no conjunto dos respectivos produtos, atingindo 8,2%, em 2005, ante 5,7%, em 2000 (Tabela 1).

A participação brasileira no saldo global dos investimentos realizados no exterior pelos países selecionados permaneceu estável, em 0,6%, no período considerado. Entre os países em desenvolvimento, o Brasil, que detinha o maior estoque em 2000, passou a deter o segundo maior estoque em 2005, US\$72 bilhões, sendo superado pela Rússia (Tabela 2). O saldo dos investimentos do País no exterior passou a representar 18,2% do total do bloco, ante 25,6%, em 2000. Em termos de representatividade no PIB, embora os investimentos externos brasileiros tenham atingido 9% do PIB em 2005, comparativamente a 7,9% em 2000, essa participação foi inferior à observada em seis países, com ênfase para as relativas ao Chile, 18,7%, e à Rússia, 18,1%. Assinale-se que apenas em três países da amostra o estoque de investimentos diretos no exterior, em 2005, foi inferior a 5%: Coréia, México e Índia.

Em relação aos países desenvolvidos constantes na amostra, três países destacaram-se por apresentar volume de estoques de investimentos diretos no exterior superiores a US\$1 trilhão: EUA, Reino Unido e França, em ordem decrescente. As maiores participações no PIB, ao final de 2005, foram registradas na Holanda, na Bélgica, na Suíça e em Cingapura, sendo, nos quatro casos, superior a 100%. Para o conjunto dos países desenvolvidos, a média das participações dos investimentos diretos no exterior no PIB, ponderada pelos respectivos produtos, atingiu 34% em 2005, valor expressivamente superior à média de 8,2% do conjunto dos países em desenvolvimento.

Tabela 3 – Investimentos Estrangeiros Diretos no País (IEDs)

Discriminação	US\$ bilhões		
	2005		
	Estoque	% do PIB	IEDs/IDEs
Total	9 687	26,0	1,9
Países desenvolvidos	8 652	26,6	1,2
Países em desenvolvimento	1 036	21,5	3,4
México	210	27,3	8,5
Brasil	196	24,5	2,7
Rússia	169	22,1	1,2
Coreia ^{1/}	88	11,1	2,7
Chile	74	64,6	3,5
África do Sul ^{2/}	69	29,0	2,4
Argentina	55	30,0	2,4
Malásia ^{2/}	48	36,4	3,1
Venezuela	46	34,8	4,3
Índia ^{2/}	45	5,7	4,7
Israel	37	29,8	2,0

Fonte: IFS/FMI, WEO/FMI, bancos centrais e institutos de estatísticas dos países
Países desenvolvidos: EUA, Reino Unido, França, Alemanha, Países Baixos, Suíça, Japão, Canadá, Bélgica, Espanha, Itália, Suécia, Austrália, Cingapura, Irlanda, Finlândia, Dinamarca, Áustria, Noruega, Portugal, Grécia e Nova Zelândia

1/ Estoque referente a 2004.

2/ Estimado a partir de fluxos de balanço de pagamentos de 2005.

De acordo com a mesma amostra, o saldo de Investimentos Estrangeiros Diretos (IEDs) no País atingiu US\$9,7 trilhões, em 2005, dos quais US\$8,7 trilhões mantidos em países desenvolvidos e US\$1 trilhão em países em desenvolvimento. De modo semelhante ao constatado para os estoques de Investimentos Diretos no Exterior (IDEs), EUA, França e Reino Unido, pela ordem, foram os países desenvolvidos detentores dos maiores estoques de IEDs ao final de 2005. Considerando os países em desenvolvimento, novamente o Brasil ocupa a segunda posição, apresentando estoque de IEDs de US\$196 bilhões ao final de 2005, suplantado, nesse caso, pelo México, que detinha US\$210 bilhões (Tabela 3). Considerada a participação dos IEDs no PIB, a média nos países desenvolvidos, também ponderada pelos respectivos produtos, atingiu 26,6%, ante 21,5% nos países em desenvolvimento.

Quando são comparados os estoques de IEDs e os de IDEs, os países desenvolvidos apresentaram uma razão média (IEDs/IDEs) de 1,2 em 2005, evidenciando reduzido descompasso entre as posições ativas e passivas. Destaque-se que apenas seis entre os 22 países desenvolvidos considerados (Cingapura, Irlanda, Finlândia, Portugal, Grécia e Nova Zelândia) detinham, ao final de 2005, estoques de IEDs superiores aos de investimentos diretos no exterior.

A média da razão IEDs/IDEs para os países em desenvolvimento atingiu 3,4 em 2005, confirmando o perfil de tais economias como receptoras líquidas de poupança externa sob a forma de investimentos diretos. Apesar da dispersão observada, nenhum dos países em desenvolvimento apresentou razão inferior à unidade. No caso brasileiro, o estoque de IEDs em 2005, foi 2,7 vezes superior ao de IDEs, ligeiramente abaixo da média do grupo.

A participação do saldo de IEDs no estoque global situou-se em 0,63% em 2005, enquanto as participações envolvendo as exportações de bens do Brasil e as exportações mundiais, e o PIB brasileiro e o PIB dos 33 países da amostra atingiram 1,16% e 2,13%, respectivamente. Esses dados da posição mundial da economia brasileira, em termos de comércio e PIB, sugerem a existência de razoável espaço para a ampliação internacional relativa do

estoque de IBDs, bem como sua maior participação no PIB doméstico.

Não obstante a estabilidade da participação do estoque de IBD no saldo global em anos recentes, os fluxos de saídas visando à constituição de ativos dessa modalidade registram aceleração em 2006 em relação ao ano anterior, na medida em que empresas brasileiras se aproveitaram do fortalecimento do real, atingindo US\$8,5 bilhões nos doze meses encerrados em agosto. De forma semelhante, a receita de lucros e dividendos atingiu o maior valor acumulado em doze meses, US\$1,1 bilhão, em agosto de 2006 (Tabela 4). A elevação das exportações verificada nos últimos anos e a conquista de novos mercados, aliadas ao cenário benigno dos fundamentos macroeconômicos da economia do País, tendem a intensificar o processo de internacionalização das empresas brasileiras, processo que, ao ampliar a constituição de ativos externos, contribuirá para a elevação das receitas futuras de lucros e dividendos.

Tabela 4 – Investimentos Brasileiros Diretos no Exterior – Fluxos em 12 meses

Discriminação	US\$ milhões				
	2002	2003	2004	2005	Ago/2006
Aplicações no exterior	3 067	1 986	11 094	4 032	8 485
Receitas de lucros e dividendos	857	760	916	641	1 131

dos investimentos diretos brasileiros no exterior que, evidenciando o processo de internacionalização crescente das empresas brasileiras, registrou saídas líquidas de US\$6,4 bilhões no período, ante US\$2,3 bilhões de janeiro a agosto de 2005. Tal desempenho tem reflexos nas receitas de lucros e dividendos, como esperado em economias estabilizadas.

O resultado da conta de investimentos estrangeiros em carteira registrou remessas líquidas de US\$1,1 bilhão nos primeiros oito meses de 2006, ante ingressos líquidos de US\$2,5 bilhões no período correspondente de 2005. Os investimentos líquidos em ações somaram ingressos de US\$4,9 bilhões, aumento de 22,2% em relação ao mesmo período do ano anterior. Na mesma base de comparação, os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa registraram saídas líquidas de US\$6 bilhões, comparativamente a US\$1,5 bilhão no período correspondente de 2005.

O comportamento dos fluxos distribuídos por instrumento financeiro foi diferenciado. Os títulos negociados no exterior foram influenciados pelas amortizações antecipadas de bônus públicos. A República, sob as condições favoráveis do mercado internacional de crédito e das contas externas do País, prosseguiu em sua estratégia de redução do passivo externo, efetivando pagamentos líquidos de US\$14,4 bilhões, nos oito primeiros meses de 2006, ante colocações líquidas de US\$1,1 bilhão em período equivalente de 2005. Os ingressos líquidos em *notes* e *commercial papers* totalizaram US\$2,4 bilhões, ante saídas líquidas de US\$2,9 bilhões nos oito primeiros meses de 2005.

Por outro lado, o investimento estrangeiro em títulos de renda fixa negociados no País atingiu novo patamar, a partir de fevereiro, com a publicação da Medida Provisória 281, que desonera de imposto de renda fluxos de investimentos nessa rubrica. Os efeitos se fizeram sentir até maio, com posterior acomodação nos fluxos. Houve expressivo ingresso líquido destinado à aquisição, por não-residentes, em títulos de renda fixa, acumulando captações líquidas de US\$6 bilhões de janeiro a agosto de 2006, ante US\$419 milhões no mesmo período do ano anterior.

Os outros investimentos estrangeiros registraram ingressos líquidos de US\$4,8 bilhões nos oito meses de 2006, ante saídas líquidas de US\$11,3 bilhões no mesmo período do ano anterior. Os créditos comerciais de fornecedores apresentaram ingressos líquidos de US\$5,5 bilhões, comparativamente a US\$2,4 bilhões nos meses equivalentes de 2005.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP
Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões						
	2005			2006			2007
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	0,4	9,7	17,9	1,0	11,2	14,8	10,4
Bônus públicos	0,0	4,5	8,0	0,0	1,9	2,6	0,0
Títulos privados	0,2	3,7	7,3	0,9	6,9	8,8	7,3
Empréstimos diretos	0,2	1,4	2,6	0,1	2,5	3,3	3,2
Empréstimos de curto prazo (líq) ^{2/}	0,2	-2,9	-1,1	0,0	-2,2	-2,5	0,0
Tit. de curto prazo (líq.)	0,0	0,5	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,0
Taxas de rolagem para o setor privado ^{3/}							
Total:	54%	89%	96%	241%	219%	154%	100%
Títulos privados	29%	87%	94%	230%	251%	152%	100%
Empréstimos diretos	168%	100%	102%	347%	138%	155%	100%

1/ Projeção.

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

3/ Equivale à razão entre desembolsos e amortizações de médio e longo prazos, exclusive as amortizações decorrentes de conversão de dívida em investimento direto.

As captações registradas nos oito primeiros meses de 2006 propiciaram taxas de rolagem para operações de médio e longo prazos, dos setores privado e público financeiro, de 186%. Para o setor privado, a taxa de rolagem situou-se em 219%, sendo de 251% para títulos e de 138% para empréstimos diretos. Nos meses restantes do ano, estima-se que a taxa de rolagem deverá situar-se próximo a 100%, o que significará taxa superior a 150% para 2006. As projeções indicam taxas de rolagem para as operações de médio e longo prazos do setor privado financeiro em torno de 100% em 2007.

Nos primeiros oito meses de 2006, as reservas internacionais cresceram US\$17,7 bilhões, totalizando US\$71,5 bilhões. Nesse período, as compras do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$23,4 bilhões. Dentre as operações externas, sobressaíram amortizações de US\$18,3 bilhões, especialmente os US\$15,6 bilhões relativos aos bônus soberanos, aí incluídos US\$5,2 bilhões das operações de recompra de títulos da dívida externa, US\$1,3 bilhão das operações de *Tender Offer*, US\$6,2 bilhões do exercício da opção de *call* dos *Bradie*, e US\$648 milhões originários de operações de troca. As referidas amortizações compreenderam, ainda, os pagamentos de US\$2,6 bilhões realizados ao Clube de Paris. Destaque-se desembolsos de US\$2,6 bilhões em bônus da República e de US\$1,2 bilhão originário de organismos. As despesas líquidas de juros totalizaram US\$2,8 bilhões, resultantes da receita de US\$1,7 bilhão com a remuneração das reservas e das seguintes despesas: US\$4,2 bilhões referentes a bônus, US\$120 milhões ao Fundo Monetário Internacional (FMI) e US\$83 milhões ao Clube de Paris. As liquidações de compras do Tesouro Nacional somaram US\$10,4 bilhões, enquanto as demais operações geraram incremento de estoque de US\$1,2 bilhão.

Para o término de 2006, estima-se estoque de US\$73,5 bilhões das reservas internacionais, com crescimento de US\$19,7 bilhões ante o ano anterior. Incluindo-se o ocorrido nos oito primeiros meses do ano, estão previstos pagamentos de US\$21,7 bilhões com o serviço da dívida externa, desembolsos de organismos de US\$1,2 bilhão e desembolsos de bônus soberanos de US\$3,3 bilhões, incluindo-se, neste último, US\$698 milhões relativos a operações de troca já ocorridas. Estimam-se, ainda, liquidações de compras de US\$23,4 bilhões do Banco Central e de US\$12,3 bilhões do Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio.

Estima-se, para 2007, um estoque de reservas internacionais de US\$77,4 bilhões, com crescimento de

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2005		2006		2007
	Jan-ago	Ano	Jan-ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	52,9	52,9	53,8	53,8	73,5
Compras líquidas do Bacen	10,2	21,5	23,4	23,4	-
Serviço da dívida (líquido)	-13,1	-16,2	-21,0	-21,7	-4,9
Juros	-4,1	-5,4	-2,8	-2,6	-1,1
Receita	0,9	1,3	1,7	3,0	3,5
Despesa	-4,9	-6,7	-4,5	-5,6	-4,6
Amortização	-9,0	-10,8	-18,3	-19,2	-3,8
Desembolsos	9,0	12,5	3,7	4,5	0,6
Organismos multilaterais	-	-	1,2	1,2	0,6
Bônus da República	9,0	12,5	2,6	3,3	-
Fundo Monetário Internacional	-7,8	-23,3	-	-	-
Desembolso	-	-	-	-	-
Amortização	-7,8	-23,3	-	-	-
Demais ^{2/}	-2,2	-2,9	1,2	1,2	-
Compras do Tesouro Nacional	6,0	9,3	10,4	12,3	8,2
Variação de haveres	2,1	0,9	17,7	19,7	3,9
Posição de reservas brutas	55,1	53,8	71,5	73,5	77,4
Posição de reservas líquidas:					
Conceito Banco Central ^{3/}	40,4	-	-	-	-

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, ágio/deságio, pagamento de comissões e liberação de garantias colaterais.

3/ Desde a liquidação da dívida junto ao FMI, ocorrida em dezembro de 2005, não mais se aplica esse conceito.

US\$3,9 bilhões frente à projeção para 2006. São previstas despesas de US\$4,9 bilhões com o serviço da dívida externa, sendo US\$1,1 bilhão referente a juros, e US\$3,8 bilhões relativos a amortizações. As liquidações de compras do Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio deverão atingir US\$8,2 bilhões.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Nos oito primeiros meses de 2006, os indicadores de sustentabilidade externa mantiveram a trajetória favorável verificada no ano anterior, especialmente em virtude da continuada retração da dívida externa total e dos crescimentos das exportações, do PIB e das reservas internacionais.

No período analisado, o serviço da dívida externa elevou-se em US\$1 bilhão, influenciado pelo programa de recompra dos títulos soberanos da dívida externa, os quais somaram US\$5,2 bilhões desde seu início, em janeiro de 2006. Apesar disso, o crescimento de US\$12,1 bilhões das exportações de bens suplantou o aumento dos gastos com o serviço da dívida, reduzindo a participação deste último nas exportações, de 55,8%, em dezembro de 2005, para 51,4%, em agosto de 2006.

No período analisado, a dívida total e a dívida total líquida recuaram US\$12,2 bilhões e US\$29,9 bilhões, respectivamente, enquanto o PIB em dólares cresceu US\$67,9 bilhões, o que possibilitou a redução da relação dívida total sobre PIB, de 21,3% para 18,2%, a menor relação observada na série desde 1974, e acarretou também a retração da relação dívida total líquida sobre PIB, de 12,7% para 8,2%, atingindo o menor valor em toda a série, desde o início de sua apuração em 1970.

Os coeficientes dívida total sobre exportações e dívida total líquida sobre exportações atingiram 1,2 e 0,5, respectivamente, em agosto de 2006, os menores valores das respectivas séries, iniciadas em 1970, ante 1,4 e 0,9 em dezembro de 2005.

A relação entre as reservas internacionais e a dívida externa total subiu de 31,7% para 45,5%, no período, alcançando o maior valor desde o início da apuração da série em 1970, evidenciando a elevação de US\$17,7 bilhões das reservas internacionais e a diminuição de US\$12,2 bilhões da dívida externa total.

Tabela 5.10 – Indicadores de sustentabilidade externa

Discriminação	US\$ bilhões					
	2004		2005		2006	
	Dez	Jun	Set	Dez	Jun	Ago ^{1/}
Exportações de bens	96,5	106,8	112,9	118,3	125,5	130,4
Exportações de bens e serviços	109,1	120,9	128,0	134,4	140,2	140,2
Serviço da dívida	51,8	47,1	52,8	66,0	76,8	67,1
Dívida externa total	201,4	191,3	183,2	169,5	156,7	157,2
Dívida externa total líquida	135,7	121,2	110,0	101,1	79,4	71,1
Reservas internacionais	52,9	59,9	57,0	53,8	62,7	71,5
PIB	604	702	749	796	846	864
Indicadores						
Dívida total/PIB (%)	33,3	27,3	24,5	21,3	18,5	18,2
Dívida total líquida/PIB (%)	22,5	17,3	14,7	12,7	9,4	8,2
Dívida total/exportações	2,1	1,8	1,6	1,4	1,2	1,2
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	1,1
Dív. total líquida/exportação	1,4	1,1	1,0	0,9	0,6	0,5
Dív. total líquida/exportação de bens e serviços	1,2	1,0	0,9	0,8	0,6	0,5
Serviço dívida/exportação (%)	53,7	44,1	46,7	55,8	61,2	51,4
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	47,5	39,0	41,2	49,1	54,8	47,8
Reservas/dívida total (%)	26,3	31,3	31,1	31,7	40,0	45,5

^{1/} Dados estimados.

5.6 Conclusão

As projeções para o saldo comercial em 2006 sugerem perspectivas positivas para o balanço de pagamentos, com expectativas de continuidade na obtenção de superávits em transações correntes. A manutenção de elevado saldo comercial tem sido mais que suficiente para compensar possíveis efeitos da apreciação nominal do câmbio, quer seja sobre a expansão das despesas com viagens internacionais, quer sobre as remessas de lucros e dividendos. Não obstante o nível confortável, a trajetória do superávit comercial deverá refletir o crescimento das importações em patamar superior ao das exportações, com desdobramentos sobre o superávit em transações correntes.

Nos primeiros oito meses do ano, a balança comercial registrou superávit de US\$29,7 bilhões, e as transferências unilaterais correntes também apresentaram melhora em relação ao resultado de janeiro a agosto de 2005. Mesmo com a elevação das remessas líquidas nas contas de serviços e de rendas, o superávit em transações correntes relativo aos oito primeiros meses de 2006 permitiu que a sua projeção para o ano fosse ampliada de US\$8,8 bilhões para US\$11,9 bilhões (ver boxe "Projeções do Balanço de Pagamentos").

O comportamento das contas externas permitirá que se encerre 2006 com nível de reservas internacionais superior ao de 2005, não obstante as antecipações de pagamentos ao Clube de Paris e de títulos de emissão da República, proporcionando forte redução da dívida externa. Dois fatores contribuíram decisivamente para a elevação das reservas, quais sejam, as compras líquidas de US\$23,4 bilhões no mercado doméstico de câmbio e as liquidações de US\$10,4 bilhões de compromissos externos do Tesouro Nacional, com recursos obtidos em mercado, poupando as reservas internacionais. Simultaneamente, a elevação do estoque de reservas internacionais gerou a aceleração das receitas de juros.

O Tesouro Nacional indica a continuidade da política de recompra de dívida. Por outro lado, foram extintas as metas anuais de captação via bônus da República, operações que só serão realizadas em função de aspectos qualitativos, ou seja, para aproveitar condições de mercado vantajosas, melhorar o perfil temporal do endividamento, ou para melhorar a construção da curva de papéis brasileiros. Essa mudança de postura foi possibilitada pelo integral financiamento das futuras amortizações externas do Tesouro Nacional. Está previsto que os organismos internacionais deverão aumentar os desembolsos para o Brasil em 2007, além dos níveis previstos anteriormente.

A manutenção de elevados superávits comerciais e dos atuais níveis de reservas internacionais, a redução do estoque de endividamento externo, e os fluxos líquidos de IEDs constituem variáveis favoráveis para a posição externa brasileira. Fortalecendo esse cenário, o fluxo positivo registrado no mercado de câmbio contratado, nos oito primeiros meses do ano, continua indicando um cenário externo confortável e permite sustentar a avaliação de que não haverá dificuldades no financiamento do balanço de pagamentos, tanto em 2006 quanto em 2007.

Projeções do Balanço de Pagamentos

Tabela 1 – Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões						
	2005			2006			2007
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Usos	-5,6	-14,9	-18,6	0,4	-21,4	-24,5	-19,5
Transações correntes	0,8	8,6	14,2	2,1	8,2	11,9	2,5
Amortizações de MLP ^{2/}	-6,4	-23,6	-32,8	-1,7	-29,7	-36,4	-22,0
Papéis	-5,7	-15,2	-20,7	-1,3	-21,3	-25,1	-12,3
Pagas	-0,6	-9,4	-14,7	-0,8	-19,9	-23,7	-12,3
Refinanciadas	-4,5	-4,5	-4,5	-0,5	-0,7	-0,7	0,0
Conversões em IEDs	-0,6	-1,3	-1,5	0,0	-0,7	-0,7	0,0
Créd. de fornecedores	-0,1	-1,2	-1,7	-0,1	-1,0	-1,5	-1,4
Empréstimos diretos ^{3/}	-0,6	-7,2	-10,4	-0,3	-7,4	-9,8	-8,2
Fontes	5,6	14,9	18,6	-0,4	21,4	24,5	19,5
Conta capital	0,1	0,5	0,7	0,1	0,6	0,7	0,7
Inv. estrangeiros diretos	1,1	11,6	15,1	1,2	10,2	18,0	18,0
Papéis domésticos ^{4/}	0,1	4,2	6,9	0,1	8,8	12,0	10,0
Desembolsos de MLP ^{5/}	5,5	17,1	28,5	1,9	18,6	25,0	17,1
Papéis	4,7	12,7	19,8	1,4	9,5	12,3	7,3
Créd. de fornecedores	0,1	0,5	0,7	0,1	0,5	1,0	1,3
Empréstimos ^{6/}	0,8	3,8	8,0	0,4	8,6	11,8	8,6
Ativ. brasil. no exterior	-2,9	-7,2	-8,8	0,5	-6,1	-15,0	-22,4
Empréstimo/Bacen (FMI)	0,0	-7,8	-23,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Demais ^{7/}	1,5	1,0	3,9	0,3	6,0	2,2	0,0
Ativos de reservas	0,0	-4,6	-4,3	-4,4	-16,5	-18,5	-3,9

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 do FMI e intercompanhias.

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

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

5/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

6/ Inclui organismos, agências e créditos de compradores.

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

As projeções para o balanço de pagamentos de 2006 constantes deste "Relatório de Inflação" foram atualizadas em relação às apresentadas no Relatório de junho, com a incorporação dos resultados registrados até agosto; dos efeitos da apuração do estoque do endividamento externo, posição de junho; e das recentes operações de pagamentos antecipados de dívida externa do governo central. Este box divulga, ainda, as primeiras projeções para os resultados das contas externas em 2007.

A previsão para o superávit em transações correntes em 2006 foi elevada para US\$11,9 bilhões, 1,3% do PIB, relativamente à projeção anterior, de US\$8,1 bilhões. Essa mudança decorreu tanto da elevação de US\$2 bilhões na projeção do superávit comercial, para US\$41 bilhões, com crescimento tanto das exportações quanto das importações, quanto da diminuição de US\$2,1 bilhões nas despesas líquidas de juros.

As exportações acumuladas no ano, até agosto, atingiram US\$88,2 bilhões, 15,9% superiores às do mesmo período de 2005. Considerando, ainda, os primeiros resultados referentes a setembro e a sazonalidade da série, procedeu-se à revisão do valor projetado para o ano, de US\$128 bilhões para US\$132 bilhões. As importações registradas até agosto somaram US\$58,5 bilhões, 22,4% superiores às do período correspondente em 2005. A projeção das importações em 2006 foi revista de US\$89 bilhões para US\$91 bilhões. Com isso, o saldo comercial deverá situar-se em US\$41 bilhões em 2006.

As despesas líquidas da conta serviços foram elevadas para US\$9 bilhões, as receitas líquidas de transferências correntes para US\$4 bilhões, e

as remessas líquidas de lucros e dividendos foram mantidas em US\$14,2 bilhões. As despesas líquidas com juros foram reduzidas para US\$10,1 bilhões, em decorrência tanto da redução observada no estoque do endividamento externo total quanto do aumento previsto nas receitas de aplicação das reservas internacionais.

Os Investimentos Brasileiros Diretos no Exterior (IBDs), líquidos dos retornos, atingiram US\$6,4 bilhões no ano, até agosto. Em função desse resultado e das perspectivas para os próximos meses, o valor projetado para o ano foi elevado em US\$3 bilhões, chegando a US\$8 bilhões. A previsão de ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos foi mantida em US\$18 bilhões.

O atual esquema de amortização da dívida externa de médio e longo prazos para 2006 elevou-se em US\$1,7 bilhão em relação ao programado anteriormente, situando-se em US\$36,4 bilhões. Essa alteração refletiu as recompras de títulos pelo Tesouro Nacional, incluindo a *Tender Offer*, em junho, bem como a operação de trocas de papéis, com alongamento de prazo e diminuição de encargos, denominada *Exchange Offer*, em agosto.

As taxas de rolagem do endividamento externo privado de médio e longo prazos deverão atingir o percentual médio de 154% no ano. Esse resultado incorpora a taxa de 219% observada de janeiro a agosto, resultante de taxas de 251% para papéis e de 138% para empréstimos, e a previsão de taxas de 100% para o período de setembro a dezembro, tanto para empréstimos quanto para títulos. O cálculo da taxa de rolagem inclui, ainda, a previsão do exercício de US\$1,2 bilhão em opções de *put/call*, das quais já foram realizadas US\$375 milhões, de janeiro a agosto. Essa maior demanda por financiamento externo implica aumento do endividamento do setor privado, o que, no entanto, não deverá exercer pressão sobre o financiamento do balanço de pagamentos em 2006 e 2007, dadas as reduções significativas no estoque da dívida externa nos últimos anos, implicando redução no seu serviço nos próximos períodos.

A projeção do balanço de pagamentos para 2006 inclui, ainda, ingressos líquidos de investimentos em *portfolio* (ações e títulos de renda fixa negociados no País) de US\$12 bilhões; emissões de bônus da

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões						
	2005			2006			2007
	Ago	Jan- ago	Ano	Ago	Jan- ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	1,0	11,1	16,5	1,9	6,4	8,8	-1,0
Capitais (líquido)	1,1	-0,1	6,2	0,9	15,2	19,6	9,4
Investimento Estrangeiro							
Direto	1,1	11,6	15,1	1,2	10,2	18,0	18,0
Em carteira	0,1	4,4	7,1	0,1	8,8	12,0	10,0
Empréstimos de médio e longo prazos	-0,7	-9,5	-10,2	0,6	-2,2	-3,4	-5,0
Crédito comercial de curto, médio e longo prazos	1,4	-1,3	1,4	-0,1	3,1	-0,5	-0,4
Bancos	0,2	-3,7	-2,1	0,0	-2,4	-2,5	-0,2
Demais	1,2	2,4	3,5	-0,1	5,5	2,0	-0,2
Investimentos Brasileiros							
no Exterior	-0,7	-6,3	-7,6	-1,3	-8,0	-10,0	-14,0
Demais	0,0	1,0	0,5	0,4	3,3	3,6	0,7
Hiato financeiro	2,1	11,0	22,7	2,8	21,6	28,4	8,4
Compras líquidas do Banco Central	0,0	-10,2	-21,5	-4,6	-23,4	-23,4	0,0
Depósitos de bancos	-2,1	-0,8	-1,2	1,8	1,9	-5,0	-8,4

1/ Projeção.

República de US\$3,3 bilhões, incluídas a emissão de US\$500 milhões referente à *Exchange Offer* e a captação em reais, equivalente a US\$743 milhões, realizada em setembro; e ingressos líquidos de US\$2,2 bilhões em capitais de curto prazo.

Nesse cenário, os haveres dos bancos comerciais no exterior crescerão US\$5 bilhões, comparativamente a US\$7,5 bilhões na projeção anterior, enquanto as reservas internacionais deverão encerrar 2006 em US\$73,5 bilhões, com elevação de US\$19,7 bilhões em relação ao final de 2005.

Para 2007, a projeção do balanço de pagamentos considera superávit de US\$2,5 bilhões para as transações correntes. Esse recuo, de US\$9,4 bilhões em relação ao resultado previsto para 2006, reflete, principalmente, a redução de US\$11 bilhões no superávit comercial, tendo em vista as projeções de crescimento de 6,1% para as exportações e de 20,9% para as importações, que deverão situar-se em US\$140 bilhões e em US\$110 bilhões, respectivamente. A conta de serviços deverá gerar remessas líquidas de US\$9,2 bilhões, em função do aumento de saídas, especialmente em viagens internacionais, *royalties* e licenças e transportes.

As remessas líquidas de lucros e dividendos deverão continuar crescendo em 2007, estimadas em US\$14,5 bilhões. Projeta-se expressiva redução nas saídas líquidas de juros, em linha com o aumento das receitas de remuneração de reservas, e diminuição de US\$1,9 bilhão nos pagamentos brutos de juros. Os ingressos líquidos relacionados a transferências unilaterais correntes deverão alcançar US\$4 bilhões.

A estimativa de ingressos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IEDs) para 2007 totaliza US\$18 bilhões, mesmo patamar de 2006, com os IBDs somando US\$10 bilhões, consequência do processo de internacionalização das grandes empresas brasileiras. Os investimentos em ações e papéis domésticos deverão registrar ingressos líquidos de US\$10 bilhões.

As amortizações de médio e longo prazos deverão situar-se em US\$22 bilhões, reduções de US\$14,4 bilhões em relação a 2006 e de US\$22,1 bilhões

em relação ao pico de US\$45,6 bilhões alcançado em 1999, como consequência da estratégia de redução da dívida externa pública, por meio da antecipação das amortizações. Projeta-se que a totalidade do pagamento do serviço da dívida em bônus do Tesouro Nacional será feito por meio de aquisições em mercado, e não via reservas internacionais.

Estima-se taxa de rolagem de 100% para os empréstimos privados de médio e longo prazos, o que resultará em desembolsos de US\$17,1 bilhões.

Nesse cenário, o balanço de pagamentos em 2007 mostra-se completamente financiado, com o setor bancário constituindo haveres no exterior no total de US\$8,4 bilhões. Prevê-se que os ativos de reservas deverão crescer US\$3,9 bilhões e, em consequência, as reservas internacionais, no conceito de liquidez, deverão atingir US\$77,4 bilhões ao final de 2007.

Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Comitê de Política Monetária (Copom) sobre o comportamento da economia brasileira desde a divulgação do último Relatório, em junho de 2006, assim como a análise das perspectivas para a inflação até o fim de 2007 e para o crescimento do PIB até o fim de 2006. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada, durante o horizonte de previsão, em 14,25% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 29 e 30 de agosto, e que a taxa de câmbio permanecerá em valor próximo ao vigente nos dias que antecederam a reunião (R\$2,15 por dólar norte-americano). O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa básica de juros e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pela Gerin do Banco Central do Brasil junto a analistas do setor privado nos dias que antecederam a reunião do Copom de agosto. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio.

As previsões de inflação e de crescimento do PIB divulgadas por este Relatório não são pontuais. Elas explicitam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza presente no momento em que a decisão sobre a taxa básica de juros foi tomada. As previsões de inflação dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de hipóteses sobre o comportamento de variáveis exógenas. O conjunto de hipóteses considerado mais provável pelo Copom é utilizado para construir os cenários a que o Comitê atribui maior peso na tomada de decisão sobre a taxa de juros. Ao expô-las neste Relatório, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

6.1 Determinantes da inflação

O PIB a preços de mercado cresceu 0,5% no segundo trimestre de 2006 em relação ao trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. Na comparação com igual período do ano anterior, houve elevação de 1,2%. O crescimento no primeiro semestre situou-se em 2,2%, ao passo que, ao longo de quatro trimestres até junho, a expansão atingiu 1,7%. Embora tenha ocorrido em intensidade maior do que a esperada pela maioria dos analistas, a desaceleração no ritmo de crescimento da atividade econômica no segundo trimestre havia sido antecipada. Dessa forma, mantém-se inalterado o cenário de aceleração do ritmo de crescimento da atividade econômica no segundo semestre de 2006 traçado em Relatórios de Inflação anteriores. O recuo das taxas de inflação, a melhora nos indicadores referentes ao mercado de trabalho, a elevação da renda real, o aumento das intenções de investimento, bem como os efeitos da flexibilização da política monetária, são fatores que respaldam as perspectivas de um ritmo mais acelerado para o crescimento da economia ao longo dos próximos trimestres.

Após encerrar 2005 em queda, pelo terceiro ano consecutivo, a inflação medida pelo IPCA atingiu 1,78% nos primeiros oito meses de 2006, pouco menos da metade dos 3,59% observados em igual período de 2005. O valor acumulado em doze meses, por sua vez, reduziu-se de 5,69%, em dezembro de 2005, para 3,84%, em agosto, o menor nível desde que o regime de metas para a inflação foi introduzido em junho de 1999. Vai se consolidando progressivamente, portanto, o cenário benigno de convergência da inflação para a trajetória de metas, antecipado em Relatórios anteriores. Esse cenário reflete, em grande medida, os efeitos intertemporais sobre a inflação da postura de política monetária adotada ao longo dos últimos anos.

O cenário benigno para a inflação tem sido capturado também pelos índices gerais de preços, que, em geral, são mais fortemente afetados pelo comportamento da taxa de câmbio e dos preços dos bens comercializáveis. Até agosto, o IGP-DI aumentou 1,87%. Note-se que esse movimento de acomodação dos índices gerais de preços ocorreu a despeito da elevação, em 2006, dos preços internacionais do petróleo, bem como de outras *commodities* importantes, e da virtual exaustão do processo de deflação dos preços agrícolas. De maneira geral, o comportamento favorável do IGP-DI reflete essencialmente a evolução do Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna (IPC-DI) e do Índice de Preços por Atacado (IPA) agrícola. Até agosto, o IPC-DI teve variação de apenas 0,84%, constituindo-se,

para esse período, no valor mais baixo da série histórica. Por sua vez, o IPA agrícola acumula, no mesmo período, variação de -1,23%.

As mudanças mais significativas desde a divulgação do “Relatório de Inflação” de junho ocorreram no cenário externo, em especial no que se refere às dúvidas em relação à duração e à intensidade do ciclo de elevação da taxa de juros na economia norte-americana. Ainda que novas altas não possam ser descartadas, a interrupção do longo processo de aumento da taxa básica na reunião do FOMC de agosto reduziu sensivelmente o temor de que os juros nos EUA pudessem sofrer elevações ainda mais expressivas. Por outro lado, ganhou importância o temor de que esse aperto monetário possa ter sido excessivo, e que, portanto, a economia norte-americana possa sofrer uma desaceleração mais acentuada do que vinha sendo antecipado ao longo dos últimos meses, com alguns analistas contemplando até mesmo a possibilidade de ocorrência de uma recessão em 2007. Esse aumento da incerteza com relação ao crescimento da economia dos EUA, tanto no que se refere ao ritmo quanto no que diz respeito à magnitude da desaceleração em curso, ganhou relevância pelas potenciais conseqüências sobre a economia mundial, de um modo geral, e sobre as economias emergentes, a exemplo da brasileira, em particular. O preço do barril do petróleo, fator sistemático de incerteza nos últimos anos, continua apresentando alta volatilidade, ainda que a trajetória de elevação dos preços tenha sido revertida recentemente.

Nesse cenário, o Copom deu continuidade, ao longo do terceiro trimestre, ao processo de distensão da política monetária iniciado em setembro de 2005. Após reduzir a meta para a taxa básica em 450 p.b. nas reuniões de setembro de 2005 a maio de 2006, o Comitê implementou dois cortes adicionais de 50 p.b. nas reuniões de julho e agosto, totalizando 550 p.b. de redução na meta para a taxa Selic, atualmente fixada em 14,25% a.a., seu menor nível desde que foi criada, em 1986.

Desde a divulgação do Relatório de junho, a trajetória da inflação medida pelo IPCA continuou refletindo desenvolvimentos favoráveis. No trimestre junho-agosto a inflação atingiu 0,03%, contra 0,74% no trimestre encerrado em maio. Dessa forma, a dinâmica da inflação tem evoluído de acordo com a trajetória de metas estabelecida pelo CMN. Segue se consolidando, portanto, um cenário benigno para a inflação, com potenciais repercussões sobre o comportamento dos preços nos anos à frente.

Após o avanço significativo no processo de desinflação da economia nos últimos anos, o regime de

metas de inflação brasileiro caminha para uma nova etapa, de consolidação da estabilidade, consubstanciada em uma trajetória de metas com valor central de 4,5% ao ano, que deverá vigorar até 2008. Nessa nova fase de estabilização da dinâmica dos preços, é natural, e consistente com a experiência internacional, que as taxas de inflação efetivamente observadas gravitem ao longo do tempo em torno do valor central do intervalo estabelecido para a atuação da Autoridade Monetária. Tal situação contrasta com o desempenho observado durante o processo de desinflação dos últimos anos, quando, durante a maior parte do tempo, a inflação situou-se sistematicamente acima do valor central da trajetória de metas, ainda que permanecendo dentro da margem de tolerância a partir de 2004.

A redução da inflação ao longo do ano deve-se, em grande parte, ao bom comportamento dos preços livres, que se elevaram em 1,14% até agosto, reduzindo o valor acumulado em doze meses para apenas 2,35%. A inflação dos preços monitorados e administrados por contrato, por sua vez, continua mostrando maior rigidez, registrando 3,07% no ano até agosto, e 7,16% em doze meses, patamar bem acima do valor central da meta para 2006. Não obstante, essa taxa é 2,14 p.p. inferior àquela observada em agosto de 2005. Além disso, a trajetória dos preços administrados e monitorados tem consistentemente apresentado tendência declinante. Em outra perspectiva, deve-se destacar o comportamento favorável dos preços dos bens não comercializáveis, que tendem a apresentar maior rigidez que os preços dos bens comercializáveis. A inflação dos bens não comercializáveis tem apresentado desaceleração desde fevereiro, e, ao longo dos doze meses findos em agosto, alcançou 4,37%, valor abaixo da meta para o ano.

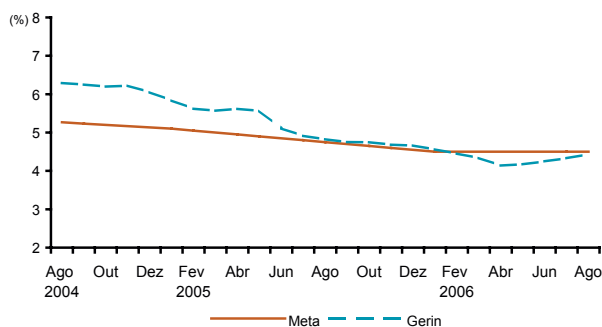
O recuo da inflação plena ao longo de 2006 também se refletiu nas medidas de núcleo calculadas pelo Banco Central. Depois de registrar deflações em maio (-0,03%) e em junho (-0,16%), o núcleo por exclusão de preços administrados e de alimentos no domicílio situou-se em 0,14% em julho e 0,13% em agosto, sinalizando uma consolidação em patamar marcadamente inferior àquele observado no início do ano, quando registrou inflações de 0,87% em janeiro e 0,71% em fevereiro. No período de doze meses encerrado em agosto, esse núcleo registrou valor de 3,71%, ficando, portanto, abaixo do valor central de 4,50% para a meta fixada pelo CMN. Por sua vez, nesse mesmo critério, os núcleos por médias aparadas com e sem suavização de itens preestabelecidos têm, identicamente, mostrado redução sistemática no ano. O primeiro, que por sua própria construção reflete um maior grau de inércia,

também registrou redução significativa de 6,71% em janeiro para 5,40% em agosto. Já o núcleo sem suavização se deslocou do patamar de 5,32% observado em janeiro para o de 3,75% em agosto, posicionando-se, pelo quarto mês consecutivo, abaixo do valor central para a meta. No ano, até agosto, os três núcleos registraram valores de 2,43%, 3,29% e 2,04%, respectivamente, contra valores observados no mesmo período do ano passado de 4,25%, 4,62% e 3,56%.

Depois de registrar deflações entre maio e setembro de 2005, e, novamente, em fevereiro e em março deste ano, em grande parte devido a choques favoráveis nos preços dos alimentos e à apreciação nominal do câmbio, o IGP-DI apresentou variações positivas ao longo dos últimos meses, como esperado. Em junho, a inflação medida por esse índice foi de 0,67%, desacelerando em julho para 0,17% e voltando a subir para 0,41% em agosto. No acumulado do ano até agosto, a variação do IGP-DI alcançou 1,87%, ante 0,32% observado no mesmo período do ano passado. Apesar das variações negativas registradas em alguns meses, o IGP-DI variou 2,78% nos últimos doze meses, ante 2,71% no mesmo período do ano passado. Essa performance está associada essencialmente ao comportamento do IPC-DI, que registrou elevação de apenas 2,40% no mesmo período, ao passo que o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) subiu 5,23%, provavelmente refletindo o aquecimento do setor da construção civil e o aumento do preço de alguns insumos fortemente afetados pela demanda internacional, como o aço. Em outra perspectiva, vale ressaltar a deflação de 2,42% registrada pelo IPA agrícola nos doze meses encerrados em agosto, enquanto o IPA industrial variou 4,17%. Apesar dos níveis historicamente elevados dos preços de algumas *commodities* importantes, como petróleo e minério de ferro, os preços no atacado devem continuar contribuindo favoravelmente para a manutenção de um cenário benigno de inflação para o consumidor nos próximos trimestres. Conforme destacado em Relatórios de Inflação anteriores e em Notas de reuniões recentes do Copom, a intensidade de tais efeitos, bem como sua própria continuidade, dependerá das condições prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

Previsivelmente, o cenário benigno para a dinâmica dos preços refletiu-se nas expectativas de inflação. A mediana das expectativas coletadas pela Gerin para a variação do IPCA em 2006 reduziu-se de 4,32% nos dias que antecederam a reunião de maio do Copom para 3,68% no período imediatamente anterior à reunião de agosto. A redução para um valor abaixo da meta estabelecida pelo

Gráfico 6.1 – Evolução das expectativas de mercado e das metas referentes à inflação doze meses à frente



CMN, revertendo por completo a deterioração observada no início do ano, deveu-se, em grande medida, ao pouco usual índice de 0,10% para a inflação do segundo trimestre, bem como à inflação menor do que a antecipada nos primeiros dois meses do terceiro trimestre. A mediana das expectativas para 2007 permaneceu ancorada em 4,50% por cerca de um ano, mas caiu ligeiramente abaixo do valor central da meta nas últimas semanas. Conforme ressaltado em documentos anteriores do Copom, tais desenvolvimentos indicam a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos.

Após a reunião de agosto do Copom, foram divulgadas as informações relativas ao PIB a preços de mercado do segundo trimestre, que cresceu 0,5%, na comparação com o primeiro trimestre, segundo dados dessazonalizados do IBGE, e 1,2% em relação ao mesmo período do ano passado. Com esse resultado, a economia registrou expansão de 1,7% ao longo de quatro trimestres até junho, e 2,2% no primeiro semestre de 2006. Embora tenha ocorrido em intensidade superior à estimada pela maioria dos analistas, a desaceleração no ritmo de crescimento da atividade econômica no segundo trimestre havia sido antecipada, entre outros fatores, pela base de comparação relativamente elevada. No segundo trimestre de 2005, a economia havia crescido 1,4% frente ao trimestre anterior, o que se configurou na maior taxa de expansão, nessa base de comparação, desde o segundo trimestre de 2004. Além disso, os resultados do segundo trimestre também foram influenciados por eventos localizados, com reflexos negativos sobre a atividade econômica, especialmente no que se refere à oferta agregada, como os jogos da Copa do Mundo, as paralisações na indústria petrolífera e a greve na Receita Federal, que afetaram os fluxos de comércio observados em boa parte do período. Para o terceiro trimestre de 2006, entretanto, deve-se esperar um efeito estatístico inverso ao observado no segundo trimestre, haja vista que o PIB recuou 1,2% no terceiro trimestre de 2005 e, com isso, a base de comparação é relativamente mais baixa. Outros fatores provavelmente contribuirão para a aceleração do ritmo de crescimento da atividade econômica, como as normalizações do fluxo de comércio exterior e da produção siderúrgica, após a interrupção de parte da produção ao longo do primeiro semestre. Dessa forma, mantém-se inalterado o cenário traçado em Relatórios de Inflação anteriores de aceleração do ritmo de crescimento da atividade econômica no segundo semestre de 2006. O recuo das taxas de inflação, a melhora nos indicadores referentes ao mercado de trabalho, a elevação da renda real, o aumento das intenções de investimento, bem como os efeitos da flexibilização da política monetária,

são fatores que respaldam a perspectivas de um ritmo mais acelerado para o crescimento da economia ao longo dos próximos trimestres.

Pelo lado da oferta, o setor agropecuário apresentou o maior crescimento frente ao trimestre anterior, 0,8%, com o setor de serviços avançando 0,6% e o industrial recuando 0,3%. Apesar do desempenho desfavorável da indústria no segundo trimestre, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, deve-se destacar que esse setor foi o que apresentou maior crescimento na comparação com o primeiro semestre de 2005, com expansão de 2,6%. Nessa mesma base de comparação, o setor de serviços cresceu 2,3%, e a agropecuária, 0,3%. Destaque-se, no setor industrial, o desempenho da construção civil, que cresceu 4,7% no primeiro semestre de 2006, a maior taxa para o período desde 1999. Sob a ótica da demanda, também na comparação semestre a semestre, todos os componentes registraram crescimento em relação a igual período do ano anterior. A despeito do recuo de 2,2%, em termos dessazonalizados, na FBCF no segundo trimestre em relação ao primeiro trimestre, o investimento apresentou incremento de 5,9% ao longo do primeiro semestre. O consumo das famílias continua mostrando desempenho robusto e registrou crescimento de 3,8% ao longo do primeiro semestre. Em relação ao primeiro trimestre de 2006, o crescimento foi de 1,2%, no décimo segundo trimestre consecutivo de crescimento nessa base de comparação. Pelo segundo trimestre consecutivo, a contribuição da demanda externa para o crescimento foi negativa, ratificando avaliações constantes em Relatórios anteriores de que a demanda interna seria a principal força propulsora do crescimento econômico em 2006.

Contrariando expectativas menos otimistas prevalentes no final de 2005 e no início de 2006, a balança comercial continua apresentando desempenho bastante robusto em 2006, a despeito da apreciação da taxa nominal de câmbio. Até agosto, a balança acumulou superávit de US\$29,7 bilhões, recorde para oito primeiros meses. O resultado deveu-se ao valor recorde de US\$88,1 bilhões para as exportações no período (15,9% superiores ao montante registrado no mesmo período do ano passado) e importações também em valor recorde de US\$58,5 bilhões (22,4% superiores às de igual período em 2005). Por sua vez, depois dos recuos verificados em abril e em maio, que interromperam a seqüência de 56 meses de alta, o saldo acumulado nos últimos doze meses voltou a subir em junho, julho e agosto, atingindo neste último mês US\$46,1 bilhões. O desempenho recente da balança comercial sinaliza uma transição para um novo equilíbrio, o que se constitui em

desenvolvimento esperado e sinaliza o funcionamento de um processo saudável de ajustamento nas contas externas do País. Isso pode ser visto com maior clareza ao se analisar a evolução dos volumes exportados e importados. Em 2006, observa-se uma alteração na dinâmica recente, haja vista que, após crescer mais rapidamente que as importações nos últimos anos, até agosto o *quantum* exportado apresenta crescimento de 14,3% contra 31,2% do *quantum* importado. A despeito dessa mudança largamente antecipada, não se vislumbra uma reversão significativa na trajetória de vultosos saldos comerciais registrados no passado recente.

Segundo dados da CNI, a UCI na indústria de transformação recuou 0,2 p.p. em julho em relação a junho, para 81,6%, de acordo com a série dessazonalizada pelo Banco Central. Mesmo com essa redução, a UCI apresentou elevação frente aos 80,9% observados em abril. Na comparação do número de julho com o relativo ao mesmo mês do ano anterior, registrou-se estabilidade. Ao se analisarem os dados dos sete primeiros meses do ano, observa-se redução média de 0,7 p.p. na utilização da capacidade frente a igual período do ano passado. Essa dinâmica, juntamente com a análise dos dados recentes relativos à produção e à absorção de bens de capital, bem como a produção de insumos para a construção civil, sugerem a continuidade dos projetos de expansão de capacidade. Dessa forma, não se antecipam descompassos relevantes entre a evolução da oferta e demanda agregadas ao longo dos próximos trimestres. Como ressaltado em Relatórios de Inflação anteriores e em Notas de reuniões recentes do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços para o adequado atendimento à demanda.

Apesar de haver crescido mais do que o setor agropecuário e o de serviços no primeiro semestre, nos últimos meses o setor industrial mostrou algum arrefecimento, especialmente no caso da indústria de transformação. Após recuar 1,5% em junho, a produção da indústria de transformação subiu 0,7% em julho, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. No ano, até julho, o crescimento acumulado foi de 2,4%. Por sua vez, a produção da indústria extrativa mineral cresceu 5,2% em julho, após haver recuado 4,5% em junho, dados dessazonalizados, mas, no ano, o crescimento alcançou expressivos 8,1%. Como observado anteriormente, essas estatísticas foram negativamente afetadas por eventos localizados como a realização da Copa do Mundo e a paralisação preventiva de instalações da indústria petrolífera. Dentre as categorias de uso, destacam-se os fortes crescimentos das produções

de bens de capital e de bens de consumo duráveis, cujas expansões atingiram, respectivamente, 5,5% e 6,6%, no acumulado do ano até julho. O desempenho da produção de bens de capital está em consonância com o cenário anteriormente delineado para o investimento, enquanto o maior dinamismo da produção de duráveis pode ser explicado, principalmente, pelo aumento da renda real e pela expansão do crédito. Por outro lado, a produção de bens intermediários continua apresentando pouco dinamismo desde o ano passado e, no ano, registra crescimento de apenas 1,9%.

O arrefecimento da atividade econômica no segundo trimestre também se refletiu no mercado de trabalho. Depois de recuar de 10,4% em abril para 10,2% em maio, a taxa de desemprego voltou ao patamar de 10,4% em junho. Em julho, alcançou 10,7%, porém, em agosto, voltou a recuar ao se posicionar em 10,6%. A taxa média nos primeiros oito meses do ano apresenta-se ligeiramente acima da observada em igual período do ano passado. Note-se, no entanto, que além de o número de ocupados ter subido 2,8%, no confronto entre agosto de 2006 e agosto de 2005, na mesma base de comparação, a PEA cresceu significativos 4,2%, o que reflete perspectivas mais otimistas por parte dos trabalhadores quanto à probabilidade de encontrar emprego. Esse comportamento é típico de fases de expansão econômica e, dessa forma, o cenário mais provável é de que, findo esse “efeito alento”, a taxa de desemprego volte a recuar.

Na indústria de transformação, segundo dados da CNI, depois de quatro meses consecutivos de crescimento, o nível de emprego recuou em junho, mas voltou a crescer em julho, de acordo com dados dessazonalizados pelo Banco Central. Na comparação com o mesmo mês de 2005, o crescimento atingiu 2,0%, ao passo que no acumulado do ano expandiu-se 1,5%, em comparação ao mesmo período de 2005. Com relação ao emprego formal, os dados divulgados pelo MTE continuam mostrando forte expansão do emprego celetista em 2006, a exemplo do que ocorrera nos últimos anos. Nos oito primeiros meses do ano, o crescimento do emprego formal alcançou 4,6%, ao passo que o percentual registrado no acumulado de doze meses foi de 4,7%. Até agosto, o número de empregos formais criados atingiu 1,2 milhão, enquanto em doze meses alcançou 1,25 milhão. Previsivelmente, o aumento do nível de emprego e o recuo da inflação produziram ganhos no poder de compra dos trabalhadores. No confronto entre agosto de 2006 e agosto de 2005, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores aumentou 3,5%, ao passo que a massa salarial real da população ocupada cresceu substanciais 6,4%.

Em julho, as vendas no comércio varejista recuaram 0,5% em relação a junho, segundo dados dessazonalizados do IBGE. Em relação a julho de 2005, as vendas se expandiram 2,3%. Além disso, nos primeiros sete meses do ano, a expansão atingiu 5,2% em relação ao mesmo período do ano anterior e, em doze meses, 5,1%. Em julho, houve queda de vendas nas quatro atividades que compõem o índice do comércio varejista, consideradas as séries com ajuste sazonal, com destaque para móveis e eletrodomésticos, com recuo de 2,7%. Apesar da performance desfavorável no bimestre junho-julho, em geral, ao se considerar um período mais abrangente, os dados do comércio varejista continuam apresentando desempenho superior aos dados da produção industrial e refletem as condições de demanda favoráveis. Para o resto do ano, esperam-se a continuidade e o fortalecimento do comércio varejista, que deverá ser impulsionado pela expansão dos níveis de emprego e da renda, pelo crescimento do crédito, pela recuperação da confiança do consumidor e pelos impactos do aumento das transferências, aliados ao próprio processo de flexibilização da política monetária. A esse respeito, é oportuno destacar que as evidências sugerem que as mudanças na taxa Selic são repassadas para as taxas de empréstimos a pessoas jurídicas e físicas, conforme se pode depreender do boxe “A Transmissão da Taxa Básica para as Taxas de Juros Bancárias” neste capítulo.

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 macroeconômicas. Esse conjunto de pressupostos, bem como os riscos a eles associados, compõem o cenário principal com base no qual o Comitê toma decisões.

Em linhas gerais, os riscos para a dinâmica prospectiva da inflação permanecem os mesmos identificados em Relatórios recentes, em intensidades distintas, com melhora relativa do cenário externo, em função da redução das incertezas associadas à duração e à intensidade do ciclo de elevação da taxa de juros na economia norte-americana. Os preços internacionais do petróleo continuam apresentando volatilidade elevada e, não obstante o recuo nas cotações observado recentemente, permanecem sendo uma fonte sistemática de incerteza no cenário externo. Em relação aos riscos associados ao cenário

interno, não houve alterações significativas desde a divulgação do último “Relatório de Inflação”.

Como mencionado anteriormente, ainda que novos aumentos nas taxas básicas nos EUA não possam ser descartados, a interrupção do longo processo de ajuste dos juros após dezessete elevações consecutivas na taxa básica reduziu sensivelmente o temor de que os juros naquele país pudessem sofrer elevações ainda mais expressivas, contribuindo para a redução acentuada da volatilidade que vigorou nos mercados financeiros internacionais em maio e em junho. Por outro lado, ganhou importância o temor de que o aperto monetário possa ter sido excessivo, e que, portanto, a economia norte-americana possa estar a caminho de uma desaceleração mais acentuada do que vinha sendo antecipado ao longo dos últimos meses, com alguns analistas contemplando até mesmo a possibilidade de ocorrência de recessão em 2007.

É importante destacar as limitadas repercussões internas do cenário externo menos favorável observado ao longo dos últimos meses, em especial no que se refere ao aumento do grau de aversão ao risco e da menor liquidez externa. De fato, após a elevação registrada em maio, o risco soberano voltou a atingir níveis historicamente baixos no princípio de setembro. Tais desdobramentos corroboram avaliações recorrentes, expressas em Relatórios de Inflação recentes, de que a economia brasileira está mais resistente a choques externos. Nesse contexto, o Copom reafirma que a redução consistente da inflação, os vultosos e persistentes superávits comerciais, a geração de superávits primários adequados, a recomposição das reservas internacionais, a melhora do perfil da dívida pública interna e a recompra de títulos soberanos no mercado internacional têm tornado o país cada vez mais resistente a choques externos. Esse aumento da resistência a choques refletiu-se, sobretudo, na constatação de que a economia doméstica tem mantido sua trajetória de crescimento em meio ao longo processo de ajuste das taxas de juros nos EUA, ao qual se juntaram a Área do Euro e o Japão. Dessa forma, o Copom continua atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais, ou seja, suficiente para comprometer as condições de financiamento do país.

Por outro lado, mesmo levando-se em conta que houve redução na volatilidade observada nos mercados financeiros internacionais em meses recentes, é forçoso reconhecer que várias das incertezas que geraram o aumento na volatilidade a partir de maio persistem. Nesse ambiente, cabe à política monetária manter-se especialmente

vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos. Evidentemente, na eventualidade de se verificar uma exacerbação de riscos que implique alteração do cenário prospectivo traçado para a inflação pelo Comitê, a estratégia de política monetária será prontamente adequada às circunstâncias.

Uma fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional refere-se aos preços do petróleo. Apesar do recuo significativo observado após a última reunião do Copom, o preço da *commodity* permanece em patamar elevado, situando-se acima do nível observado no fim do ano passado. Além disso, as cotações continuam apresentando elevada volatilidade, refletindo tensões geopolíticas. É forçoso reconhecer, contudo, que o quadro atual talvez reflita, em grande parte, desequilíbrios estruturais no mercado de petróleo e sugira não apenas que houve uma mudança de patamar nos preços do produto, mas também que esses preços possam se sustentar por mais tempo em nível acima do que se antecipava. De qualquer forma, as previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo continuam marcadas por grande incerteza, e há chances de que as cotações voltem a ficar pressionadas no horizonte de curto prazo.

No que diz respeito ao cenário interno, os dados referentes à atividade econômica ainda sugerem expansão em ritmo condizente com as condições de oferta ao longo dos próximos trimestres, com baixa probabilidade de que observemos pressões significativas sobre a inflação. Além disso, as expectativas de inflação permanecem bem ancoradas, tanto para 2006 quanto para 2007. Por outro lado, em linha com a avaliação feita pelo Copom em Relatórios anteriores, tornam-se crescentes as incertezas em relação à dinâmica futura da inflação, associadas à intensidade e às defasagens com que opera o mecanismo de transmissão da política monetária, especialmente no contexto de flexibilização progressiva das condições monetárias, em vigor desde setembro de 2005.

Conforme destacado em Relatórios anteriores, parte importante da dinâmica prospectiva do processo de formação de preços na economia está relacionada a eventuais descompassos entre a demanda e a oferta agregadas. Embora a desaceleração no ritmo de crescimento da atividade econômica no segundo trimestre tenha sido superior à antecipada pela maioria dos analistas, o Comitê mantém o cenário delineado nos últimos Relatórios de Inflação, no sentido de que deverá ocorrer uma aceleração

do ritmo de crescimento ao longo do segundo semestre de 2006. Nesse sentido, apesar da queda recente observada nos dados de maior frequência, os dados de FBCF têm mostrado tendência positiva nos últimos trimestres e sugerem expansão progressiva da capacidade produtiva da economia. Em julho, a UCI na indústria de transformação alcançou 81,6%, praticamente estável ante os 81,8% verificados em junho, de acordo com a série da CNI dessazonalizada pelo Banco Central. Nos sete primeiros meses do ano, a taxa média de utilização da capacidade foi 0,7 p.p. inferior à registrada no mesmo período do ano passado. Essa dinâmica, juntamente com a análise dos dados recentes relativos à produção e à absorção de bens de capital, bem como a produção de insumos para a construção civil, sugerem a continuidade dos projetos de expansão de capacidade. De fato, nos primeiros sete meses de 2006, a absorção de bens de capital acumulou expansão de 8,1% em relação ao mesmo período do ano passado.

As expectativas de inflação para 2006 diminuíram de forma significativa desde a divulgação do último Relatório e, por conseguinte, permaneceram em patamares inferiores ao valor central da meta fixada pelo CMN para o ano. Essa redução reflete, em larga medida, o fato de a inflação nos três últimos meses ter sido marcadamente inferior às expectativas prevalecentes por ocasião da divulgação do último Relatório. Para 2007, as expectativas de inflação caíram nas últimas semanas para um valor ligeiramente inferior a 4,5%, após terem se estabilizado durante mais de um ano no centro do intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN. Dessa maneira, continua se configurando um cenário em que as pressões inflacionárias de curto prazo permanecem contidas, ao mesmo tempo em que se consolidam perspectivas favoráveis para horizontes mais longos.

O IPA-DI, que havia registrado deflações no período de fevereiro a abril, variou 1,8% no trimestre junho-agosto, acumulando elevação de 1,93% em 2006 e de 0,21% em doze meses. Os preços agrícolas (com redução de 1,23% no ano e de 0,20% em doze meses) foram os principais responsáveis pela baixa inflação registrada pelo IPA-DI no ano até agosto, já que os preços industriais acumularam variação de 2,93% no período e de 0,34% em doze meses. A despeito dos níveis ainda historicamente elevados dos preços internacionais de algumas importantes *commodities*, os preços no atacado poderão continuar contribuindo favoravelmente para uma acomodação dos preços ao consumidor. Conforme destacado em Notas do Copom e em Relatórios de Inflação anteriores, a intensidade de tais efeitos, bem como sua própria continuidade, dependerá das condições prospectivas

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

O Copom avalia que a postura de política monetária adotada ao longo dos últimos trimestres vem contribuindo de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável em horizontes mais longos, com a configuração de um cenário benigno para a evolução da inflação. O principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir que os desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro se consolidem efetivamente. A manutenção da inflação em níveis consistentes com a trajetória de metas e a resultante concretização de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a consolidação do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos, favorecendo o investimento e contribuindo para o crescimento sustentado da economia¹. O espaço para que observemos juros reais menores no futuro continuará se consolidando de forma natural, como consequência dessa melhora de percepção.

O Copom considera relevante ressaltar, uma vez mais, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Desde o início do ciclo de flexibilização da política monetária, em setembro de 2005, a taxa de juros básica já foi reduzida em 550 p.b., com a maior parte da redução concentrada em 2006. Assim, uma parcela significativa dos efeitos dos cortes de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, assim como os efeitos da atividade sobre a inflação também não tiveram tempo de se materializar².

Ao longo dos próximos meses, a expansão do nível de emprego e da renda e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a atividade econômica. Como mencionado em Notas de reuniões recentes do Copom, a esses fatores devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências em função do novo valor do salário mínimo e dos impulsos fiscais já ocorridos desde o último trimestre do ano passado e esperados para o restante deste ano. Dessa forma, os efeitos sobre a demanda agregada dos cortes de juros se somarão a outros fatores que também contribuirão de maneira importante para a sua expansão.

1/ O ambiente de maior estabilidade manifesta-se, por exemplo, no maior grau de previsibilidade do comportamento da taxa de juros de curtíssimo prazo, consubstanciado na redução nos prêmios de risco implícitos nas taxas de juros longas, como apontam os resultados do boxe “Conteúdo Informativo dos *Spreads* de Taxa de Juros” neste capítulo.

2/ Essas defasagens podem ser mais facilmente entendidas quando se leva em conta que as decisões de política monetária não se transmitem imediatamente para as taxas de juros longas, cujos movimentos, por sua vez, também não afetam instantaneamente as decisões intertemporais de consumo e investimento dos agentes, questões essas objeto do boxe “Estrutura a Termo e Efetividade da Política Monetária” neste capítulo.

Tendo em vista os estímulos já existentes para a expansão da demanda agregada, as incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária e a menor distância entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo, o Copom entende que a preservação das importantes conquistas obtidas no combate à inflação e na manutenção do crescimento econômico, com geração de empregos e aumento da renda real, poderá demandar que a flexibilização adicional da política monetária seja conduzida com maior parcimônia. Essa ponderação se torna ainda mais relevante quando se leva em conta que as próximas decisões de política monetária terão impactos cada vez mais concentrados em 2007.

As projeções para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados em 2006 se reduziram para 4,40%, ante 4,60% previstos em junho. Essa projeção baseia-se na manutenção da hipótese de variação nula nos preços da gasolina, bem como na hipótese de que o preço do gás de botijão aumentará 0,1% no acumulado de 2006, ante a hipótese de estabilidade contida no Relatório de junho. Supõe-se variação de 2,70% nos preços médios da eletricidade e de -0,90% nas tarifas de telefonia fixa, ao passo que, no último Relatório, esses valores eram de 3,70% e 2,60%, respectivamente. O modelo de determinação endógena de preços administrados apresentou ligeira mudança no que diz respeito aos valores constantes no último Relatório, e passou a projetar, para 2007, variação acumulada de 6,1% para o conjunto desses preços, ante 6,2% considerados em junho.

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, o cenário de referência pressupõe a manutenção da taxa de câmbio constante ao longo do horizonte de previsão, em R\$2,15, valor próximo ao verificado no período que antecedeu a reunião de agosto do Copom, e a meta para a taxa Selic em 14,25%, valor fixado naquela oportunidade. Esse conjunto de informações se traduz em trajetórias esperadas para a taxa de *swap* pré-DI de 180 dias com *spreads* de -17 p.b. e 60 p.b., em relação à taxa Selic, para o último trimestre de 2006 e 2007, respectivamente.

As expectativas para a evolução da taxa de câmbio, coletadas pela Gerin junto a analistas do setor privado, apresentaram redução na comparação com os valores divulgados no “Relatório de Inflação” de junho. Para o último trimestre de 2006, as expectativas passaram de R\$2,20 para R\$2,18; enquanto, para o último trimestre de 2007, passaram de R\$2,33 para R\$2,29. As expectativas acerca da evolução da taxa Selic também apresentaram redução. Para o último

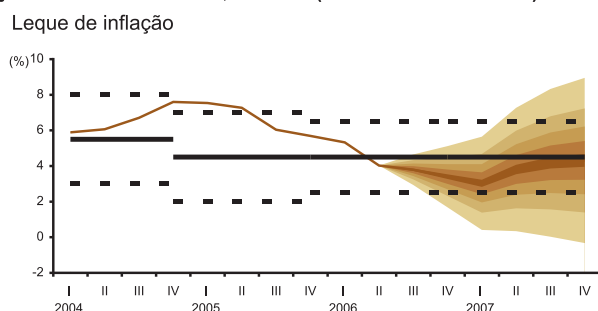
trimestre de 2006, as projeções passaram de 14,41% para 14,10%; enquanto, para o último trimestre de 2007, passaram de 13,08% para 12,88%. Essa trajetória é consistente com *spreads* de -14 p.b. para o *swap* pré-DI de seis meses, no último trimestre de 2006; e de -32 p.b., no último trimestre de 2007. A depreciação cambial considerada implica variações de 4,40% e 6,70%, respectivamente, em 2006 e 2007, para os preços administrados no cenário de mercado. Essas variações são as mesmas para 2006 e um pouco maiores para 2007, quando comparadas às do cenário de referência.

As projeções apresentadas neste Relatório pressupõem, ainda, o cumprimento das metas fiscais de superávit primário do setor público consolidado para 2006 e 2007.

6.3 Previsão de inflação

Com base nos pressupostos acima e nos riscos a eles associados, conforme considerados pelo Copom, e utilizando o conjunto disponível de informações, foram construídas as projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres, compatíveis com as trajetórias de juros e câmbio que caracterizam os cenários de referência e de mercado. O cenário de referência considera a manutenção da meta para a taxa Selic em 14,25%, de acordo com decisão tomada na reunião do Copom de agosto, e a taxa de câmbio constante ao longo do horizonte de previsão em patamar próximo ao vigente nos dias que antecederam àquela reunião (R\$2,15 por dólar norte-americano). No cenário de mercado, baseado nos dados de pesquisa realizada pela Gerin junto a um conjunto significativo de instituições, a trajetória de juros esperada pelos agentes contempla uma taxa Selic média de 14,71% a.a. no terceiro trimestre de 2006, que se reduz até atingir 14,10% a.a. no último trimestre de 2006 e 12,88% a.a. no último trimestre de 2007. A trajetória para a taxa de câmbio parte de uma média de R\$2,17 no terceiro trimestre de 2006 e atinge R\$2,18 e R\$2,29 nos últimos trimestres de 2006 e de 2007, respectivamente.

Gráfico 6.2 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 14,25% a.a. (Cenário de referência)



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

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 14,25% a.a. (Cenário de referência)

Período	Intervalo de confiança						Projeção central
	50%	30%	10%	10%	30%	50%	
2006 3	3,4	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	3,8
2006 4	2,7	3,0	3,3	3,5	3,8	4,1	3,4
2007 1	2,0	2,4	2,8	3,2	3,6	4,1	3,0
2007 2	2,4	3,0	3,5	4,1	4,6	5,2	3,8
2007 3	2,5	3,2	3,9	4,5	5,2	5,9	4,2
2007 4	2,4	3,2	4,0	4,7	5,4	6,2	4,3

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

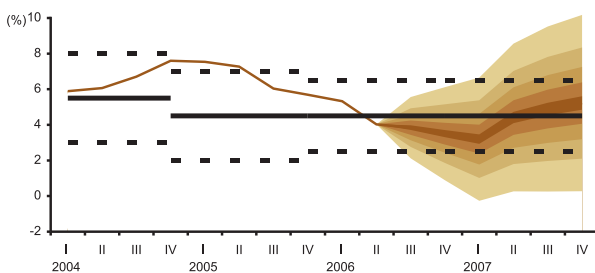
A previsão central associada ao cenário de referência indica desaceleração da variação do IPCA acumulada em doze meses, partindo de 3,80% no terceiro trimestre de 2006, até atingir 3,40% no último trimestre, abaixo, portanto, do valor central para a meta de 4,50% estabelecida pelo CMN. Conforme ressaltado nos últimos Relatórios, e de acordo com o Gráfico 6.2, permanece a tendência declinante da inflação, iniciada ainda no segundo trimestre de 2005. Os dados da Tabela 6.1 indicam, para a inflação acumulada em

doze meses, maior redução no quarto trimestre de 2006. A redução de 0,4 p.p. se deve, fundamentalmente, à menor contribuição do conjunto de preços administrados nesse período, com variação projetada de 0,93%, ante os 3,02% observados no quarto trimestre de 2005. A redução é inferior à variação de 0,8 p.p. projetada no último “Relatório de Inflação” em função da menor inflação projetada para o terceiro trimestre de 2006 e da elevação das projeções para o conjunto de preços administrados e para os preços livres no último trimestre do ano corrente, o que em parte se deve à elevação das expectativas de inflação para esse período. No que diz respeito especificamente ao terceiro trimestre, cabe notar que houve redução das previsões para o conjunto de preços livres (0,50%, ante 0,56% em junho), bem como para o dos administrados (0,64%, ante 1,30% em junho), o que, ao menos parcialmente, reflete o fato de a inflação observada no trimestre junho-agosto haver sido inferior às projeções consideradas no Relatório de junho.

De acordo com o intervalo de confiança apresentado na Tabela 6.1, segundo o cenário de referência, ante um valor estimado de 4% em junho, praticamente se anulou a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância de 2 p.p., para a meta de inflação de 2006. A trajetória esperada para a inflação medida pelo IPCA em 2007 está ligeiramente acima da apresentada no último Relatório, haja vista o incremento nas projeções de variação dos preços livres para o período, que, por sua vez, reflete fundamentalmente os efeitos da redução (100 p.b.) da taxa Selic utilizada nos exercícios de projeção, que mais do que compensaram os efeitos da taxa de câmbio mais apreciada, bem como os efeitos inerciais da menor inflação acumulada em 2006. Todavia, deve-se enfatizar que o valor de 4,30% projetado para a inflação acumulada em 2007 continua em patamar inferior ao valor central (4,50%) para a trajetória de metas fixada pelo CMN.

As projeções associadas ao cenário de mercado, apresentadas no Gráfico 6.3 e na Tabela 6.2, também indicam tendência declinante para a inflação acumulada em 2006, que encerraria o ano em 3,50%, valor próximo à projeção do cenário de referência e abaixo do valor central de 4,50% para a meta de 2006. Na comparação com o cenário de referência, os valores ligeiramente mais elevados devem-se principalmente às expectativas dos analistas de depreciação cambial até o final de 2006. Similarmente ao que se verificou no cenário de referência, e pelas mesmas razões descritas no parágrafo anterior, a maior redução na projeção da inflação acumulada em doze meses ocorre entre o terceiro e o quarto trimestres deste ano. De acordo com o cenário de mercado, a

Gráfico 6.3 – 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.).

Tabela 6.2 – 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%							
2006 3	3,1	3,4	3,7	4,0	4,2	4,5	3,8	
2006 4	2,4	2,9	3,3	3,7	4,1	4,6	3,5	
2007 1	1,8	2,4	2,9	3,5	4,0	4,6	3,2	
2007 2	2,7	3,4	4,1	4,7	5,4	6,1	4,4	
2007 3	3,0	3,8	4,5	5,2	6,0	6,8	4,9	
2007 4	3,2	4,1	4,8	5,6	6,4	7,3	5,2	

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

1/ De acordo com a Gerin.

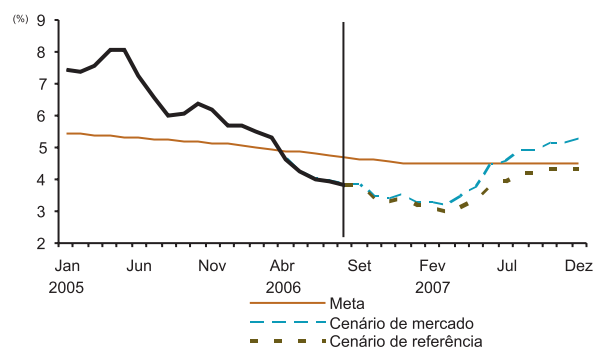
redução na projeção de inflação para 2006, relativamente ao valor constante do último “Relatório de Inflação”, implicou redução da probabilidade de descumprimento da meta de inflação para 2006, que praticamente se anulou, ante os 8% registrados em junho. A projeção de inflação para 2007 permanece igual ao valor estimado em junho (5,20%), acima, portanto, da meta de 4,50% estabelecida pelo CMN. Na comparação com o cenário de referência, os valores mais elevados para a projeção da inflação em 2007 devem-se às expectativas dos analistas de redução na taxa Selic e de depreciação nominal do câmbio ao longo do horizonte de projeção, que mais do que compensam os efeitos inerciais da menor inflação projetada para 2006.

Tabela 6.3 – Projeções do “Relatório de Inflação” de junho de 2006

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2005 IV	5,7	5,7
2006 I	5,3	5,3
2006 II	4,5	4,5
2006 III	4,6	4,9
2006 IV	3,8	4,3
2007 I	3,4	3,9
2007 II	3,9	4,6
2007 III	4,2	4,9
2007 IV	4,2	5,2

A Tabela 6.3 apresenta os valores centrais das projeções de inflação constantes no “Relatório de Inflação” de junho de 2006. As projeções atuais para 2006, segundo os cenários de referência e de mercado, estão respectivamente, 0,4 p.p. e 0,8 p.p. abaixo das obtidas em junho, em grande parte repercutindo a incorporação das taxas de inflação registradas desde então, que vieram abaixo das expectativas prevalecentes por ocasião da publicação do último Relatório. Para 2007, em comparação com as projeções do Relatório anterior, nota-se uma pequena elevação na projeção do cenário de referência (0,1 p.p.) e a manutenção da projeção para o cenário de mercado. A elevação das projeções do cenário de referência deve-se, basicamente, à redução das taxas de juros consideradas nas projeções, cujos efeitos, em parte, são anulados pela utilização nas projeções de uma taxa de câmbio mais apreciada e pelos efeitos inerciais da menor inflação em 2006. Essa avaliação se estende de certa forma ao cenário de mercado, já que a depreciação cambial esperada para 2007, segundo esse cenário, permaneceu praticamente igual àquela apresentada no “Relatório de Inflação” de junho.

Gráfico 6.4 – Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses



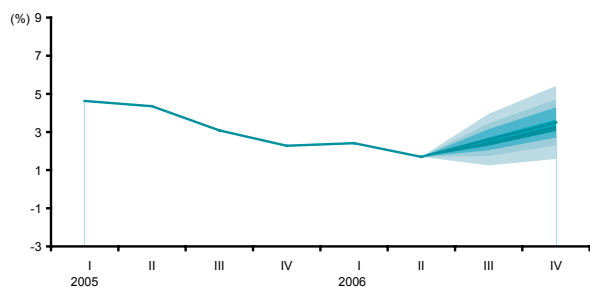
De acordo com o Gráfico 6.4, mantém-se a tendência de recuo nas projeções para a inflação acumulada em doze meses, até o primeiro trimestre de 2007, com posterior elevação até o fim desse ano, conforme diagnosticado nos últimos Relatórios de Inflação. Entretanto, diferentemente do último Relatório, quando as projeções de inflação permaneciam bastante próximas ao valor central da trajetória de metas, agora se observa que as projeções, para ambos os cenários, situam-se abaixo desse valor até o final do segundo trimestre de 2007. O valor mínimo das projeções para a inflação acumulada em doze meses continua sendo atingido no primeiro trimestre de 2007, quando se inicia gradual elevação até o fim do horizonte de previsão. As projeções de inflação segundo o cenário de referência permanecem abaixo

do valor central da trajetória de metas em praticamente todo o horizonte considerado. Para o cenário de mercado, as projeções ultrapassam o valor central da trajetória de metas para a inflação a partir do final do segundo trimestre de 2007.

Gráfico 6.5 – Variação do PIB com juros fixos em 14,25% a.a.

Cenário de referência

Leque do produto



O Gráfico 6.5 mostra o leque de crescimento do produto, baseado nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o modelo que gera as projeções utiliza dois componentes que não são diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto –, cabe ressaltar que os erros de previsão associados às projeções de crescimento do PIB são consideravelmente maiores do que no caso de projeções de inflação. De acordo com esse cenário, o crescimento do PIB previsto para 2006 é 3,5%, 0,5 p.p. menor que o projetado no “Relatório de Inflação” de junho, em função da desaceleração da atividade econômica no segundo trimestre, em ritmo maior do que então se antecipava.

A Transmissão da Taxa Básica para as Taxas de Juros Bancárias

Este boxe apresenta os resultados de exercícios econométricos implementados com o intuito de estimar o grau de transferência da taxa Selic para as taxas praticadas pela indústria bancária. Nesse sentido, segue a metodologia utilizada em Alencar (2003)¹, atualizando alguns dos resultados então apresentados.

A amostra considerada compõe-se de médias mensais de dados agregados, para o período de abril de 1999 a junho de 2006, aplicadas a dois grandes grupamentos de operações de crédito com recursos livres contratadas a taxas prefixadas (empréstimos totais a pessoas jurídicas e a pessoas físicas).

A fim de analisar a relação dinâmica entre as taxas de juros bancárias e a taxa Selic, considerou-se o seguinte modelo:

$$i_t = \alpha + \sum_{k=1}^m \beta_k i_{t-k} + \sum_{p=0}^n \delta_p r_{t-p},$$

onde “ i ” é a taxa de juros bancária em exame e “ r ” é a taxa Selic. O coeficiente δ_0 indica o impacto ou o efeito de curto prazo (dentro do mês) da taxa Selic na taxa bancária. Por sua vez, o efeito de longo prazo da taxa Selic sobre a taxa bancária é fornecido pela expressão:

$$\Omega = \frac{\sum \delta_p}{1 - \sum \beta_k}.$$

Em princípio, é plausível esperar que δ_0 seja positivo e menor ou igual a um, bem como que

1/ ALENCAR, L. S. (2003). O *pass-through* da taxa básica: evidências para as taxas de juros bancárias. **Relatório de Economia Bancária e Crédito**. Banco Central do Brasil, p.93-103.

Tabela 1 – Transmissão da taxa Selic

Variável	Pessoa jurídica	Pessoa física
Selic [t]	0,967 (8,85)	1,008 (6,08)
Selic [t-2]		-0,702 (-4,36)
Selic [t-3]	-0,958 (-7,81)	
Selic [t-6]	0,494 (5,79)	
Taxa de juros bancária [t-1]	0,474 (5,46)	0,792 (19,70)
Taxa de juros bancária [t-3]	0,403 (4,05)	
Taxa de juros bancária [t-6]	-0,201 (-3,66)	
Constante	5,121 (5,52)	10,076 (4,27)
Tend		-0,038 (-2,58)
d1001	3,479 (4,06)	
R ²	0,970	0,967
SC	0,171	1,453
Norm	0,237 [0,887]	1,572 [0,455]
LM5	1,331 [0,262]	1,050 [0,395]
ARCH5	0,257 [0,934]	1,864 [0,112]
Coef. de longo prazo (Ω)	1,554 (12,60)	1,480 (3,80)
Teste de Wald $\Omega=1$	20,163 [0,000]	1,518 [0,217]
Coef. de impacto (δ_0)	0,967 (8,85)	1,008 (6,08)
Teste de Wald $\delta_0=1$	0,089 [0,765]	0,002 [0,957]

Obs.: *Dummies* sazonais foram utilizadas na estimação. "d1001" é uma *dummy* que recebe o valor de 1 em outubro de 2001, e zero nos demais meses. "Tend" é uma tendência temporal. Entre parênteses estão as estatísticas "t" e entre colchetes os valores de probabilidade (*p-values*) dos testes de especificação. SC é o valor do critério de informação de Schwarz. Norm é um teste de normalidade dos erros. LM5 é um teste de multiplicador de Lagrange para correlação serial de até quinta ordem. ARCH5 é um teste de heterocedasticidade condicional autorregressiva de até quinta ordem.

Ω seja positivo e próximo de um, haja vista que esse conjunto de valores poderia ser interpretado como um indicador do grau de competição no mercado. A Tabela 1 apresenta estimativas para δ_0 e Ω . No que diz respeito aos empréstimos a pessoas físicas, não se pode rejeitar as hipóteses de que, no curto e no longo prazo, a transmissão seja completa. Esse resultado é positivo no sentido de que suporta a hipótese de eficácia da política monetária, bem como a conjectura de que o setor bancário é competitivo nesse mercado. Já para os empréstimos a pessoas jurídicas, não se pode rejeitar a hipótese de que no curto prazo a transmissão seja completa, ou seja, de que o coeficiente de impacto seja igual a um. Contudo, rejeita-se a hipótese de que o coeficiente de longo prazo seja unitário. Nesse horizonte, as estimações sugerem que a transmissão seria superior a 100% – uma variação de 1 p.p. na taxa Selic determina uma variação superior a 1 p.p., na mesma direção, na taxa de empréstimos a pessoas jurídicas, sugerindo um grau ainda maior de competição nos empréstimos a pessoas jurídicas.

A comparação com outras economias, de acordo com a Tabela 2, permite inferir que o coeficiente de impacto (transmissão no curto prazo) seria maior no Brasil do que em outros países. Dessa forma, os números dessa tabela vão ao encontro dos apresentados na Tabela 1, no sentido de indicarem flexibilidade elevada das taxas de juros bancárias no Brasil, em resposta a movimentos na taxa de juros básica. Deve-se ressaltar, contudo, que, em geral, não há uniformidade nos dados usados em estimações para diferentes países, bem como que os exercícios econométricos são feitos com metodologias distintas e para períodos amostrais diferentes.

Este boxe apresentou estimações da transmissão da taxa de juros Selic para empréstimos totais a pessoas jurídicas e a pessoas físicas. Os resultados sugerem que as taxas de juros bancárias no Brasil respondem a movimentos da taxa de juros básica, resultado positivo em termos do que se espera para a eficácia da política monetária. Nos dois casos, não se pôde rejeitar a hipótese de que a transmissão da taxa Selic para as taxas bancárias seria elevada no longo prazo. Segundo os resultados apresentados, a transmissão seria completa nas operações com pessoas físicas e superior a 100% nas operações com pessoas jurídicas.

Tabela 2 – Comparação internacional

País	Impacto	Longo prazo
Brasil – PJ	0,96	1,55
Alemanha – PJ	0,22	0,49
Bélgica – PJ	0,51	0,92
Espanha – PJ	0,64	0,85
Brasil – PF	1,00	1,48
Alemanha – PF	0,12	0,38
Bélgica – PF	0,45	0,85
Espanha – PF	0,46	0,63
Chile	0,63	0,56
Canadá	0,83	1,01
Estados Unidos	0,86	1,00

Obs.: PJ indica "pessoa jurídica" e PF "pessoa física". As estimações para o Brasil são as apresentadas neste box. As estimações para os países da Europa são da Tabela 1 de Kleimeier e Sander (2006)². As estimações para os demais países provêm da Tabela 6 de Espinosa-Vega e Rebucci (2003)³.

2/ ESPINOSA-VEGA, M.; REBUCCI, A. (2003). *Retail bank interest rate pass-through: is Chile atypical?* **IMF Working Paper**, n.112, 35p.

3/ KLEIMEIER, S.; SANDER, H. (2006). *Expected versus unexpected monetary policy impulses and interest rate pass-through in Euro zone retail banking markets*. **Journal of Banking & Finance** 30, p.1839-1870.

Conteúdo Informativo dos *Spreads* de Taxa de Juros

Neste box, examina-se a capacidade preditiva da estrutura a termo da taxa de juros na economia brasileira. Especificamente, avalia-se em que medida os *spreads* de taxa longas sobre taxas curtas ajudam a prever variações nessas taxas curtas. Para tanto, considera-se a validade da hipótese das expectativas, a qual postula que o nível da taxa de juros de longo prazo seria equivalente à média das expectativas sobre o nível da taxa de juros de curto prazo no futuro, adicionada de um prêmio por maturidade invariável no tempo. Nesse contexto, a diferença entre as taxas de juros de longo e de curto prazos forneceria informação sobre variações futuras na taxa de juros de curto prazo. Em geral, essa hipótese é testada usando-se a seguinte expressão:

$$(1) \quad \Delta i_{t+m,n} = \alpha + \beta (i_{t,m} - i_{t,n}) + \varepsilon_t,$$

onde $i_{t,n}$ corresponde à taxa de juros com maturidade n no instante t , $\Delta i_{t+m,n}$ à variação da taxa de juros de maturidade n entre os períodos t e $t+m$, $(i_{t,m} - i_{t,n})$ é o *spread* de taxa de juros, com $m > n$, e ε_t é o termo de erro que segue um processo de média móvel. Em uma perspectiva estatística, a hipótese das expectativas implica que os coeficientes α e β sejam iguais a 0 e 1, respectivamente.

As variáveis $i_{t,1}$, $i_{t,3}$, $i_{t,6}$ e $i_{t,12}$ correspondem, respectivamente, às médias mensais da taxa Selic e das taxas dos contratos de *swap* Pré-DI com vencimento em 3, 6 e 12 meses, registradas no período que se estende de janeiro de 1995 a maio de 2006.

A Tabela 1 apresenta os resultados da estimação da equação (1) usando mínimos quadrados ordinários (MQO) com a correção de Newey-West

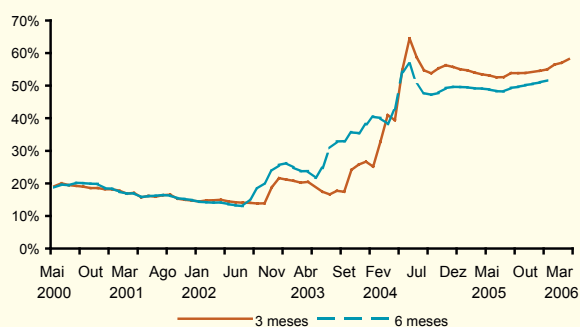
para correlação serial e heterocedasticidade. Com base nos testes de Wald para os coeficientes α e β (colunas 5 e 6), não se pode rejeitar a hipótese nula de que o coeficiente β seja igual a 1, em linha com a hipótese das expectativas. Por sua vez, o coeficiente α se mostra significativamente diferente de zero e negativo para todas as regressões, sugerindo que os agentes que operam nesses mercados seriam avessos ao risco e que exigiriam um prêmio crescente com a maturidade dos contratos.

Tabela 1 – Capacidade preditiva do *spread* de taxa de juros (MQO)

Variável						R ²
Dependente	Independente		H ₀ : =0, =1	H ₀ : =1		
$\Delta i_{t+3,1}$	$i_{t,3} - i_{t,1}$	-0.042*** (-0,022)	1.212* (-0,264)	4.763***	0,802	25,22%
$\Delta i_{t+6,1}$	$i_{t,6} - i_{t,1}$	-0.094** (-0,039)	1.289* (-0,209)	8.161**	1,386	27,68%
$\Delta i_{t+12,1}$	$i_{t,12} - i_{t,1}$	-0.140*** (-0,083)	0.710* (-0,198)	14.558*	-1,464	9,39%

*, ** e *** representam rejeição da hipótese nula ao nível de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente

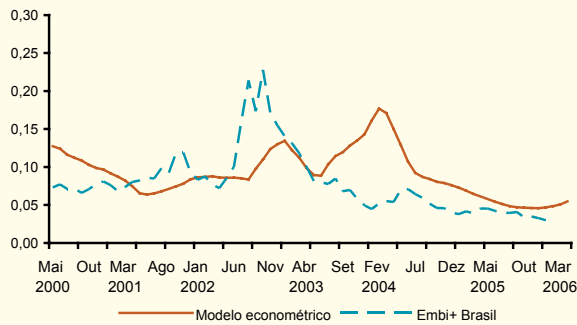
Gráfico 1 – Evolução do R² ajustado das equações de previsão da taxa Selic 3 e 6 meses à frente



Com o intuito de avaliar a estabilidade das relações entre o *spread* e a variação da taxa de curtíssimo prazo, replicamos o exercício com uma janela móvel de sessenta observações. O Gráfico 1 mostra a evolução do “R² ajustado” para as duas primeiras regressões da Tabela 1, equações de previsão de variação da taxa Selic 3 e 6 meses à frente. Pode-se notar, para o passado recente, expressivo aumento no poder de previsão do comportamento da taxa Selic, tanto para um trimestre quanto para dois trimestres à frente. Isso sugere que o conteúdo informacional dos *spreads* das taxas de *swap* aumentou significativamente, no que se refere à trajetória futura da taxa Selic.

O intercepto da Equação (1) pode ser interpretado como *proxy* para o prêmio de risco implícito nas taxas de *swap*. Com vistas ao aprofundamento da análise dessa variável latente, repetiu-se o exercício de estimação com uma janela móvel de sessenta observações para a primeira regressão da Tabela 1. O Gráfico 2 apresenta a evolução do coeficiente “a”, de onde se pode inferir que os prêmios diminuíram bastante nos últimos

Gráfico 2 – Evolução do prêmio de risco – Usando o Modelo (1) e o Stripped Spread do Embi+ Brasil



anos. Além disso, a figura apresenta o indicador de prêmio de risco *Emerging Markets Bonds Index Plus Brasil* (Embi+Brasil), calculado pelo banco J.P. Morgan, que seguiu uma trajetória, em linhas gerais, próxima à do coeficiente α .

Os exercícios apresentados neste box sugerem que, no Brasil, tem-se elevado o conteúdo informacional das taxas de juros para maturidades longas, no que diz respeito à trajetória futura da taxa Selic. Alternativamente, verificou-se para os anos mais recentes uma maior estabilidade na relação entre as taxas longas e a taxa de curtíssimo prazo (taxa Selic). Como consequência, os prêmios de risco implícitos nas taxas longas teriam declinado, em linha com a evolução do Embi+ Brasil. Intuitivamente, pode-se argumentar que os agentes incorporaram nos preços dos ativos financeiros a melhora significativa nos fundamentos macroeconômicos brasileiros nos anos recentes.

Estrutura a Termo e Efetividade da Política Monetária

O boxe “Taxa de Juros, Custo do Crédito e Atividade Econômica”, publicado no “Relatório de Inflação” de setembro de 2003, examinou o impacto da estrutura a termo de taxa de juros sobre o custo do crédito, e deste sobre o nível de demanda da economia. No “Relatório de Inflação” de março de 2005, o boxe “Taxa de Juros, Estrutura a Termo e Custo do Crédito” voltou a tratar do assunto. Este boxe revisita o tema, incorporando novos dados a alguns dos gráficos então apresentados e atualizando a análise à luz dos desenvolvimentos mais recentes da política monetária.

De forma resumida, os pontos levantados em setembro de 2003 foram: a) a autoridade monetária só fixa diretamente a taxa de juros nominal de curtíssimo prazo (taxa *overnight* ou taxa básica) e influencia indiretamente taxas mais longas através da sinalização sobre a trajetória futura da taxa básica. Mesmo para prazos ainda razoavelmente curtos, a taxa de juros pode se desviar da taxa de curtíssimo prazo, como ocorre quando os agentes de mercado antecipam mudanças na postura de política monetária; b) a estrutura a termo de taxas de juros determina o custo nominal do crédito para as diferentes modalidades/prazos contratuais; c) as decisões de consumo e investimento privados são afetadas, entre outros fatores, pelo custo esperado da tomada de crédito em termos reais; d) a transmissão da política monetária envolve defasagens temporais. Dessa forma, alterações na taxa básica não afetam instantaneamente o custo real do crédito, nem, por conseguinte, a própria demanda agregada.

No boxe de setembro de 2003, foram apresentadas evidências de retomada da atividade econômica, em resposta à queda das taxas de juros longas a partir de março daquele ano, que, por sua

Tabela 1 – Ciclo de flexibilização de 2003/2004

	Nominal (% a.a.)			Real (% a.a.) ^{1/}		
	Selic	360d	Spread (p.b.)	Selic	360d	Spread (p.b.)
Dez/2002	25,00	29,07	407	11,26	14,97	371
Jan/2003	25,50	29,13	363	13,11	16,49	338
Fev/2003	26,50	29,24	274	14,46	17,14	268
Mar/2003	26,50	27,14	64	15,57	16,32	75
Abr/2003	26,50	23,96	-254	16,40	14,23	-217
Mai/2003	26,50	24,19	-231	16,72	14,80	-192
Jun/2003	26,00	22,70	-330	17,39	14,53	-286
Jul/2003	24,50	21,32	-318	16,53	13,73	-279
Ago/2003	22,00	18,99	-301	14,58	11,91	-267
Set/2003	20,00	18,06	-194	12,67	11,00	-167
Out/2003	19,00	17,59	-141	12,04	10,85	-119
Nov/2003	17,50	16,02	-148	10,77	9,55	-123
Dez/2003	16,50	15,88	-62	9,90	9,48	-42

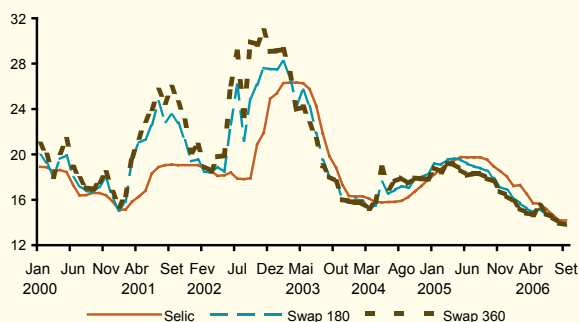
1/ Deflacionada pela expectativa de inflação 12 meses à frente, suavizada.

Tabela 2 – Ciclo de flexibilização de 2005/2006

	Nominal (% a.a.)			Real (% a.a.) ^{1/}		
	Selic	360d	Spread (p.b.)	Selic	360d	Spread (p.b.)
Mar/2005	19,25	19,19	-6	13,08	13,02	-6
Abr/2005	19,50	19,16	-34	13,17	12,85	-32
Mai/2005	19,75	18,65	-110	13,83	12,77	-106
Jun/2005	19,75	18,15	-160	14,04	12,52	-151
Jul/2005	19,75	18,33	-142	14,05	12,71	-134
Ago/2005	19,75	18,32	-143	14,12	12,77	-134
Set/2005	19,50	17,91	-159	14,18	12,63	-155
Out/2005	19,00	17,60	-140	13,68	12,39	-129
Nov/2005	18,50	16,75	-175	13,28	11,58	-170
Dez/2005	18,00	16,38	-162	12,94	11,35	-160
Jan/2006	17,25	15,83	-142	12,11	10,77	-134
Fev/2006	17,25	15,23	-202	12,31	10,34	-197
Mar/2006	16,50	14,84	-166	11,79	10,16	-163

1/ Deflacionada pela expectativa de inflação 12 meses à frente, suavizada.

Gráfico 1 – Taxa Selic, taxa swap de 180 e de 360 dias (%)



vez, deveu-se à antecipação pelos agentes privados do relaxamento monetário iniciado em junho pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Com efeito, a curva de juros de mercado tornou-se negativamente inclinada no segundo trimestre de 2003 (Tabela 1). Esse fato criou condições para a redução da taxa de juros das operações de crédito, impulsionando a retomada da atividade econômica a partir do terceiro trimestre.

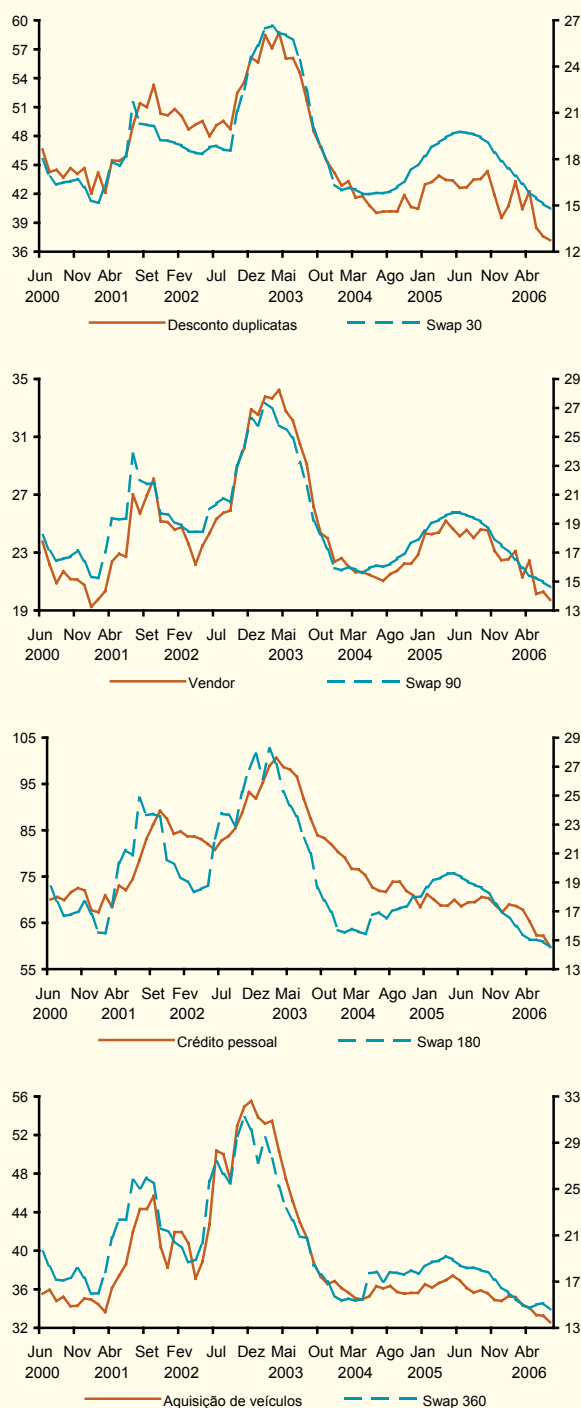
Esse movimento de antecipação da redução das taxas longas (o *swap* de 360 dias) também ocorreu em 2005 (Tabela 2). As taxas longas começaram a cair a partir de abril de 2005, cinco meses antes do início do processo de relaxamento monetário, mas o fizeram inicialmente de forma menos pronunciada do que no ciclo de 2003. Quando do início do ciclo de flexibilização em junho de 2003, o *spread* entre a taxa longa e a taxa básica era de -330 p.b.; no início do ciclo atual, o *spread* era de -159 p.b. Nos dois ciclos, a estrutura a termo das taxas de juros foi se tornando progressivamente menos inclinada, mas essa transição começou relativamente mais cedo durante o ciclo de 2003 a 2004.

Ainda em relação à estrutura a termo, o Gráfico 1 mostra que, entre fevereiro e abril de 2005, as taxas de juros de mercado encontravam-se um pouco abaixo da taxa básica, quando o ciclo de elevação da Selic aproximava-se de seu final. A partir de maio de 2005, com a estabilidade da Selic, a estrutura a termo ficou mais invertida. De fato, as taxas longas de juros passaram gradualmente a antecipar um processo de flexibilização monetária, na medida em que as expectativas de inflação começaram a convergir em direção à trajetória das metas, como resultado da postura adotada pelo Banco Central desde 2004.

Outra diferença nítida em relação à flexibilização monetária de 2003 refere-se ao comportamento das taxas longas reais, deflacionadas pela inflação esperada para os próximos doze meses. Assim como para as taxas nominais, o efeito antecipação também foi mais pronunciado no primeiro episódio. Nos quatro meses anteriores ao início da flexibilização de 2003, a taxa real de um ano caiu mais de 250 p.b.; no ciclo de 2005, a redução foi de apenas 14 p.b. A redução posterior das taxas reais longas também foi mais acelerada no ciclo de 2003 a 2004.

Figura 1 – Taxa de juros e custo do crédito (%)

Modalidades alternativas



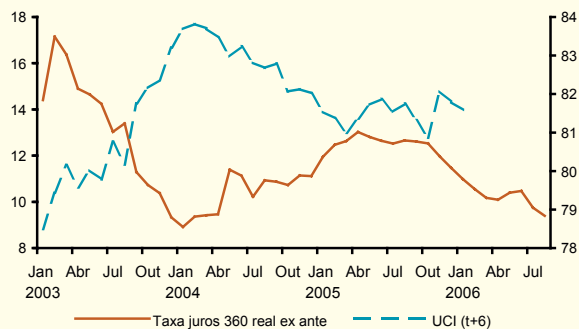
Diante do exposto, a evolução recente da estrutura a termo não constitui desenvolvimento inédito, nem configura perda de efetividade da política monetária. Ao contrário, o que se observa é que a trajetória das taxas longas parece ter ficado mais sensível aos movimentos correntes e esperados da taxa básica de juros, o que é consistente com a hipótese de ganho de credibilidade da política monetária e também com um cenário em que, diante da redução da vulnerabilidade da economia a choques, os prêmios de risco encontram-se em níveis mais razoáveis (e apresentam menor volatilidade).

Em relação ao impacto das inovações no mercado de crédito sobre a taxa ao tomador, a Figura 1 apresenta quatro gráficos que ilustram os vínculos entre as taxas de juros de mercado para diferentes maturidades e o custo do crédito ao tomador em modalidades específicas. A figura deixa claro que as taxas praticadas nas diversas modalidades de crédito mantêm uma dependência importante em relação às taxas de mercado. Embora fatores estruturais tenham provavelmente contribuído para a redução da aderência das curvas em 2004/2005, tal descolamento parece ter diminuído no período mais recente. Esse recente aumento da aderência foi particularmente nítido no caso de operações de crédito pessoal, aquisição de veículos e *vendedor*, ilustrando um possível esgotamento dos efeitos das inovações estruturais.

Note-se que a busca por maior eficiência da intermediação financeira é, há vários anos, um objetivo explícito de política econômica no Brasil, e avanços estruturais nessa área devem proporcionar inclusive um aumento da efetividade da política monetária no médio prazo. Uma vez consolidadas as mudanças estruturais no mercado de crédito, desvios da inflação esperada em relação à trajetória de metas poderão vir a ser corrigidos mediante uma variação menos expressiva na taxa de juros real.

Finalmente, em relação à resposta da atividade econômica aos estímulos da política monetária, também há evidência de efetividade. Como revela o Gráfico 2, que apresenta a taxa de juros 360 dias em termos reais (deflacionada pela inflação esperada), comparada à utilização da capacidade instalada na indústria (CNI) dessazonalizada, seis

Gráfico 2 – Taxa de juros reais (360 dias) e Utilização da Capacidade Instalada (t+6)



meses à frente, nota-se que a flexibilização monetária efetuada a partir do terceiro trimestre de 2005 tem permitido adequar o crescimento do produto ao ritmo de expansão da capacidade produtiva. Note-se que a redução dos índices de utilização parece ter sido estancada, em que pese o incremento de capacidade produtiva na indústria. Vale registrar também que, se continuam valendo as defasagens usuais, os últimos indicadores de utilização divulgados refletem as condições monetárias observadas no início do ano, e não capturam plenamente os efeitos da flexibilização ocorrida desde então.

Notas da 120ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 18 e 19/07/2006

Local: Sala de reuniões do 8º andar (18/07) e do 20º andar (19/07) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 16h30 (18/07) e 16h (19/07)

Horário de término: 18h40 (18/07) e 19h (19/07)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Afonso Sant’Anna Bevilaqua

Alexandre Antonio Tombini

Antonio Gustavo Matos do Vale

João Antônio Fleury Teixeira

Mário Magalhães Carvalho Mesquita

Paulo Sérgio Cavalheiro

Paulo Vieira da Cunha

Rodrigo Telles da Rocha Azevedo

Chefes de Departamento (presentes no dia 18)

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 19)

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento de Operações das Reservas Internacionais

Ivan Luís Gonçalves de Oliveira Lima – Departamento de Operações do Mercado Aberto

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

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

Demais participantes (presentes no dia 18)

Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor Especial do Presidente

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria

André Minella – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas

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 economia

1. A inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) apresentou redução maior que a esperada no último bimestre. A inflação caiu para 0,10% em maio, ante 0,21% e 0,43% observados, respectivamente, em abril e março. Em junho, a exemplo do que ocorreu em 2005, o IPCA mostrou deflação (0,21%). Com esses resultados, a inflação acumulada no primeiro semestre de 2006 chegou a 1,54%, ou seja, pouco menos da metade dos 3,16% observados em igual período de 2005. Por sua vez, o valor acumulado em doze meses se reduziu de 5,70% em janeiro, para 4,03% em junho, o menor nível desde julho de 1999. O recuo da inflação em maio-junho se deveu principalmente à queda dos preços livres, auxiliada pela desaceleração significativa da elevação dos preços monitorados e administrados por contrato. As quedas de preços

mais intensas têm sido verificadas nos segmentos de artigos para residência, transportes e alimentação e bebidas, com destaque para recuos continuados dos preços de alimentos *in natura* e álcool combustível. De maneira geral, continua se consolidando um cenário benigno para a inflação, que deve continuar evoluindo segundo a trajetória das metas, com potenciais repercussões sobre o comportamento dos preços nos anos à frente.

2. A redução da inflação plena em maio–junho refletiu-se também nas medidas de núcleo calculadas pelo Banco Central. O núcleo por exclusão de administrados e de alimentos no domicílio continuou se reduzindo, de 0,22% em abril para -0,03% em maio e -0,16% em junho. Similarmente, o núcleo por médias aparadas sem suavização de itens preestabelecidos caiu de 0,30% em março para 0,24% em maio e 0,07% em junho, o menor nível desde novembro de 2000. Por sua vez, o núcleo por médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos tem refletido o componente inercial implícito em sua construção, registrando valores de 0,47% e 0,30% em maio e junho, respectivamente, este último o menor valor desde julho de 1999. Dessa forma, as três medidas de núcleo continuam apresentando trajetória decrescente, em consonância com o observado ao longo dos últimos meses com a inflação plena. Além disso, a exemplo do índice pleno, tanto o núcleo por exclusão (4,09%) quanto o núcleo sem suavização (4,16%) mostram valores acumulados em doze meses inferiores ao valor central para a meta de inflação. O núcleo com suavização, por sua vez, mostra uma convergência mais lenta, alcançando o valor de 5,71% nos doze meses terminados em junho.

3. Em contraste com os preços ao consumidor, o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) apresentou aceleração a partir de abril, saindo de 0,02%, para 0,38% em maio e 0,67% em junho, acumulando variação positiva de 1,28% nos primeiros seis meses de 2006, ante os 1,53% verificados no mesmo período do ano passado. Em doze meses até junho, o IGP-DI subiu 0,98%, mostrando recuperação frente à deflação observada nos períodos de doze meses findos em março, abril e maio. A recuperação do IGP-DI resultou basicamente da aceleração dos preços no atacado. O Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-

DI), que registrou deflações no período de fevereiro a abril, variou 0,46% em maio e 1,06% em junho. Por sua vez, a mudança no comportamento do IPA-DI refletiu uma aceleração brusca, mas não totalmente inesperada, nos preços agrícolas e uma elevação dos preços industriais. Depois de recuar por quatro meses, acumulando deflação de 5,04% no período fevereiro–maio, o IPA agrícola variou 1,66% em junho. Ainda assim, esses preços registraram deflação de 7,87% nos doze meses até junho, décimo quarto mês seguido de recuo segundo esse critério de comparação. Por seu turno, após se manter estável no período fevereiro–abril, o IPA industrial variou 1,56% no bimestre maio–junho, mas no período de doze meses encerrado em junho o incremento alcançou apenas 2,75%. Tanto no curto quanto no médio prazo, a despeito da evolução recente dos preços internacionais de algumas importantes *commodities*, os preços no atacado poderão continuar contribuindo favoravelmente para uma acomodação dos preços ao consumidor. Conforme destacado nas Notas de reuniões recentes do Copom, a intensidade de tais efeitos, bem como sua própria continuidade, dependerá das condições prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. A produção industrial, segundo dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), ficou estável em abril, na comparação mês a mês, mas cresceu 1,6% em maio. Com esse resultado, o índice de produção da indústria registrou novo recorde, situando-se 1,2% acima do último pico, em dezembro de 2005. Pelo critério das médias móveis trimestrais, a produção industrial apresentou crescimento de 0,9% e 0,6% em abril e maio, respectivamente. A produção da indústria em maio se expandiu 4,8% em relação ao mesmo mês do ano anterior, depois de mostrar queda de 1,7%, por este critério, em abril. Dessa forma, o crescimento ao longo dos primeiros cinco meses do ano, em comparação com o mesmo período do ano passado, alcançou 3,3%, dado que confirma a recuperação iniciada no último trimestre de 2005. Esse desempenho ratifica avaliação contida em Notas de reuniões anteriores do Copom, de que em 2006 a produção industrial crescerá a taxas mais elevadas do que aquelas observadas em 2005. A retomada também pode ser verificada ao se analisar

o crescimento da produção industrial em doze meses, pois, de acordo com esse critério, a expansão manteve um ritmo de 2,6% em abril e maio, próximo àquele observado em março. A recuperação da produção industrial observada nos últimos meses era esperada, tendo em vista que os efeitos da flexibilização da política monetária, iniciada em setembro de 2005, começam a se fazer sentir com maior intensidade. Além disso, há sinais mais nítidos de que o processo de ajuste de estoques iniciado no segundo semestre do ano passado parece ter se esgotado. Para junho, os indicadores antecedentes e coincidentes da produção industrial sinalizam redução em relação a maio, na série ajustada para efeitos sazonais, mas crescimento da série mais estável de médias móveis trimestrais.

5. Quando se analisam os dados de maio referentes às categorias de uso, destaca-se o desempenho da produção de bens de consumo duráveis e de bens de capital, que, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, cresceram 8,1% e 5,9%, respectivamente. Na comparação mês a mês com ajuste sazonal, cabe destacar a categoria de bens intermediários, cuja produção vinha crescendo mais lentamente que as demais, com crescimento de 1,9% em maio. A maior sintonia entre as diferentes categorias de uso sugere um crescimento robusto da atividade industrial. Além disso, quando se analisa a evolução ao longo dos últimos doze meses, verifica-se a sustentação de taxas de crescimento da produção de bens de capital em níveis superiores aos observados em 2005, em linha com as informações constantes da última Sondagem Conjuntural da Fundação Getúlio Vargas (FGV), segundo a qual mais da metade dos entrevistados pretende investir mais em 2006 do que no ano anterior. De fato, até maio, a produção de bens de capital cresceu 6,6%, em relação ao mesmo período do ano passado. Por sua vez, a produção de bens de consumo duráveis cresceu ainda mais, 10,2%, refletindo, entre outros fatores, a recuperação da renda real e a expansão do volume de crédito na economia.

6. A taxa de desemprego passou de 10,4% em abril para 10,2% em maio, mesmo patamar de maio do ano passado. Note-se, contudo, que a taxa média de desemprego nos primeiros cinco meses do ano recuou 0,4 p.p. em relação ao mesmo período de 2005, a despeito do aumento de 1,3% na População Economicamente Ativa (PEA). Além disso, a média

dos cinco primeiros meses deste ano é a menor, para o período, desde o início da nova série. Dessa forma, as evidências sugerem a continuidade do processo de melhoria do mercado de trabalho, na esteira da consolidação do cenário de estabilidade macroeconômica. Essa melhora refletiu-se, ainda, no poder de compra dos trabalhadores, que aumentou 1,3% em maio, ante o mês anterior, e expressivos 7,7% em relação a maio de 2005, em parte refletindo a desaceleração da inflação observada no período. Na indústria de transformação, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, o nível de emprego se elevou 0,3% em abril e 0,4% em maio. Comparativamente ao mesmo período do ano passado, a expansão alcançou 0,8% e 1,1%, respectivamente. Nos doze meses até maio, a expansão do emprego na indústria de transformação foi de 2,0%. Dados sobre o emprego formal divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam a continuidade do processo de expansão do emprego formal celetista. Em maio, o nível do emprego formal cresceu 0,3% em relação ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, enquanto em abril o incremento foi de 0,4%. Entretanto, no acumulado em doze meses, a taxa de expansão do emprego formal situou-se em 5,1% em maio, não muito distante da expansão observada em abril, com destaque para o crescimento de 7,8% da ocupação na indústria de construção civil. Com a criação de 198.837 postos de trabalho em maio, o total acumulado em 2006 aumentou para 768.343. Nos últimos doze meses, foram criados 1,3 milhão de novos postos de trabalho.

7. Em maio, as vendas no comércio varejista cresceram 0,6% em relação a abril, quando haviam aumentado 1,6% em relação a março, segundo dados dessazonalizados do IBGE. Na comparação com o mesmo período do ano passado, o crescimento alcançou 7,3% em maio e 7,5% em abril. No ano, até maio, a expansão atingiu 6,0% em relação ao mesmo período do ano anterior, e em doze meses, 5,4%. Na comparação com maio de 2005, houve incremento nas vendas em sete das oito atividades do comércio varejista pesquisadas, com destaque para o segmento Móveis e Eletrodomésticos, com expansão de 15,0%. Cabe destacar ainda a evolução, ao longo dos últimos meses, das vendas associadas a itens mais sensíveis à renda e ao emprego, cujo

desempenho positivo complementa uma dinâmica também favorável dos itens mais sensíveis ao crédito. Para o resto do ano, esperam-se a continuidade e o fortalecimento desse movimento, que deverá ser impulsionado pela expansão dos níveis de emprego e da renda, pelo crescimento do crédito e pelo processo de flexibilização da política monetária, aliados à própria recuperação da confiança do consumidor e aos impactos do aumento do salário mínimo.

8. A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) na indústria de transformação subiu, em maio, pelo segundo mês consecutivo, quando alcançou 81,5%, ante 81% em abril, de acordo com a série da CNI dessazonalizada pelo Banco Central. Nos primeiros cinco meses do ano a taxa média foi 1,2 p.p. inferior em relação à registrada no mesmo período do ano passado. A redução do nível de utilização da capacidade instalada em relação ao ano anterior reflete, ao menos parcialmente, incrementos na capacidade produtiva. De fato, dados recentes relativos à produção e à absorção de bens de capital, bem como a produção de insumos para a construção civil, sugerem a aceleração dos investimentos. Nos primeiros cinco meses de 2006 a absorção de bens de capital acumulou expansão de 10,9% em relação ao mesmo período do ano passado. Para esse resultado contribuíram fortemente o aumento das importações de bens de capital, que registraram crescimento de 29,4% em volume, e a produção de bens de capital, que aumentou 6,6%, na mesma base de comparação. A produção de insumos para a construção civil registrou expansão de 5,3% no ano, até maio. Dessa forma, a despeito das evidências de aceleração do crescimento da demanda agregada, não se antecipam descompassos relevantes no que se refere à evolução da oferta agregada ao longo dos próximos trimestres. Como ressaltado em Notas das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços para o adequado atendimento à demanda.

9. A balança comercial continua apresentando desempenho robusto em 2006, corroborando avaliações expressas em Notas de reuniões anteriores do Copom acerca de mudanças estruturais importantes no relacionamento comercial do Brasil com o resto do mundo. No primeiro semestre, o saldo da balança

atingiu US\$19,5 bilhões, cifra próxima àquela observada no mesmo período do ano passado. O superávit acumulado nos doze meses até junho, US\$44,6 bilhões, apresentou ligeira elevação em relação ao mês anterior, mas encontrou-se abaixo do máximo histórico de US\$45,8 bilhões observado em março. Esse processo já era esperado e sugere o início de uma nova dinâmica – de ajustamento – para os fluxos comerciais. Mesmo assim, deve-se ressaltar a continuidade da expansão das exportações, que atingiram US\$125,5 bilhões nos doze meses findos em junho, um novo recorde para a série histórica. Por sua vez, as importações também continuam mostrando vigor e também registraram novo recorde em junho, sob o mesmo critério, quando atingiram US\$80,9 bilhões. Dessa forma, espera-se para 2006 a continuidade da geração de vultosos saldos comerciais. Já o saldo em transações correntes registrou superávit de US\$614 milhões em junho, acumulando US\$12,0 bilhões em doze meses, o equivalente a 1,41% do Produto Interno Bruto (PIB).

10. Persiste um maior grau de incerteza em relação à duração e à intensidade do ciclo de ajuste monetário nos EUA. Sob essas circunstâncias, ainda que tenha ocorrido certa acomodação nas últimas semanas, os mercados ainda estão suscetíveis a abruptas mudanças na composição das carteiras de investimentos. Mais recentemente, esse movimento foi potencializado pelo aumento das tensões geopolíticas. Essa instabilidade de curto prazo se refletiu no preço, em relação ao dólar norte-americano, de diversas moedas nacionais e nos prêmios de risco dos países emergentes. Em particular, entre a primeira e a quarta semanas de maio, a taxa de câmbio passou de R\$2,07 para R\$2,37 por dólar norte-americano, e o risco-Brasil medido pelo Embi+ do JP Morgan aumentou de 214 p.b. para 284 p.b. Desde então, a taxa de câmbio recuou para valores próximos a R\$2,20 por dólar norte-americano, enquanto o risco-país se aproximou de 240 p.b. Na avaliação do Copom a instabilidade observada desde o início de maio não configura um quadro de crise, tanto devido ao caráter potencialmente transitório de suas causas principais, quanto graças aos sólidos fundamentos da economia brasileira. A redução consistente da inflação, os vultosos e persistentes superávits comerciais, a geração de superávits primários adequados, a recomposição das reservas

internacionais, a melhora do perfil da dívida pública interna e a recompra de títulos soberanos no mercado internacional têm tornado o País cada vez mais resistente a choques. Esse aumento da resistência a choques refletiu-se, sobretudo, na constatação de que a economia doméstica tem mantido sua trajetória de crescimento em meio ao longo processo de ajuste das taxas de juros nos EUA. Dessa forma, o Copom continua atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais, ou seja, suficiente para comprometer as condições de financiamento do País.

11. Outra fonte de preocupação no que diz respeito ao ambiente internacional são os preços do petróleo. Estes avançaram desde a última reunião do Copom, partindo de patamares já elevados, e continuam excessivamente voláteis. A evolução recente reforça temores de que os preços internacionais do petróleo sustentem-se por mais tempo em um nível acima do que vinha sendo antecipado. Como em meses anteriores, as previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo continuam marcadas por grande incerteza, mas parecem menores as chances de um retrocesso significativo das cotações. Assim, conforme destacado nas Notas das últimas reuniões, o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2006, vem se tornando progressivamente menos plausível, e, portanto, aumentaram significativamente os riscos à sua concretização. Além disso, independentemente do que ocorra com os preços domésticos da gasolina, deve-se reconhecer que a elevação dos preços internacionais do petróleo se transmite de qualquer forma à economia doméstica, em parte, através de cadeias produtivas como a petroquímica, e também pela deterioração que termina produzindo nas expectativas de inflação dos agentes econômicos.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

12. 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) Comparadas com os valores considerados na reunião do Copom de maio, as projeções de reajustes

nos preços da gasolina foram mantidas em 0% para o acumulado de 2006; as projeções de reajustes para o gás de bujão, por sua vez, aumentaram de 0% para 0,1%;

b) Foram modificadas, na comparação com a reunião do Copom de maio, as projeções de preços da telefonia fixa e da eletricidade para o acumulado de 2006: o reajuste esperado para eletricidade foi alterado de 3,7% para 2,7% e o da telefonia fixa passou de 2,6% para -0,9%;

c) O Copom alterou a projeção de reajuste de 4,6% para 4,4% para o conjunto de preços administrados para o acumulado de 2006. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 33,63% do total do IPCA de junho;

d) De acordo com o modelo de determinação endógena de preços administrados, a projeção de reajuste para o conjunto desses preços em 2007 mantém-se em 6,2%. A projeção leva em conta os efeitos da inflação de preços livres, da inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP) e da variação cambial, além de componentes sazonais;

e) O modelo VAR, baseado nos níveis da taxa Selic e do *swap* de 180 dias, estima um *spread*, no cenário de referência, de -52 p.b. no terceiro trimestre de 2006. A trajetória do *swap* indica, ainda, que os *spreads* atingem -2 p.b. no último trimestre de 2006 e 57 p.b. no último de 2007.

13. Em relação à política fiscal, as projeções consideram o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do PIB em 2006 e em 2007. As demais hipóteses consideradas na reunião anterior são mantidas.

14. Desde a reunião de maio do Copom, houve nova redução na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2006, que passou de 4,32% para 3,77%. A redução deve-se principalmente à incorporação dos valores ocorridos em maio e junho de 2006, significativamente menores do que os previstos quando da reunião de maio. As expectativas para doze meses à frente aumentaram de 4,17% para 4,33%. Para 2007, as expectativas

de inflação permaneceram alinhadas com a meta de 4,50% estabelecida pelo CMN. Como mencionado em Notas de reuniões anteriores do Copom, esses desenvolvimentos sugerem a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável, em horizontes mais longos.

15. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$2,20 e da taxa Selic em 15,25% em todo o horizonte de previsão, a projeção para o IPCA em 2006 reduziu-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de maio, permanecendo abaixo dos 4,50% estipulados pelo CMN para este ano. No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e juros apuradas pela Gerin junto a analistas no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2006 também apresentou valor central abaixo do considerado na reunião do Copom de maio e abaixo do valor central da meta de inflação. Para 2007, a projeção de inflação segundo o cenário de referência apresentou elevação em relação ao valor obtido em maio, permanecendo ainda abaixo de 4,5%. Para o cenário de mercado, a projeção manteve-se relativamente estável, acima do valor central da meta estabelecida pelo CMN.

Implementação da política monetária

16. O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a política monetária tem contribuído de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica sugerem expansão em ritmo condizente com as condições de oferta ao longo dos próximos trimestres, com baixa probabilidade de que observemos pressões significativas sobre a inflação. Além disso, a despeito da perspectiva de consolidação de um ambiente de menor liquidez global, em virtude da elevação das taxas de juros nas economias industrializadas, e do fato de os preços do petróleo terem se mantido em níveis historicamente elevados, o cenário externo permanece favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira. Assim, ainda que se leve em

conta que uma parcela dos resultados favoráveis para a inflação de curto prazo responde a fatores pontuais, que tendem a apresentar alguma reversão no futuro, e que os níveis elevados dos preços internacionais de *commodities* importantes representam um risco relevante para a evolução dos preços domésticos, o cenário para a trajetória da inflação permanece benigno. Tal como na reunião de maio, o Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro.

17. A convergência ininterrupta da inflação para a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a manutenção do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. O espaço para que observemos juros reais menores no futuro continuará se consolidando de forma natural como consequência dessa melhora de percepção. O Copom avalia que a atuação cautelosa da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de convergência da inflação para a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continue se traduzindo em resultados efetivos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação sigam apresentando elementos compatíveis com o cenário benigno que tem se configurado nos últimos meses.

18. O Copom considera relevante ressaltar, uma vez mais, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Desde o início do ciclo de flexibilização da política monetária, em setembro de 2005, a taxa de juros básica já foi reduzida em um total de 450 p.b. Boa parte dos efeitos desse corte de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, assim como os efeitos da recente retomada da atividade sobre a inflação também não tiveram tempo de se materializar.

19. Ao longo dos próximos meses, a expansão do nível de emprego e da renda e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a atividade econômica. Como mencionado nas Notas da reunião de maio do Copom, a esses fatores devem ser acrescidos os

efeitos da expansão das transferências em função do novo valor do salário mínimo e dos impulsos fiscais já ocorridos desde o último trimestre do ano passado e esperados para o restante deste ano. Dessa forma, os efeitos sobre a demanda agregada dos cortes de juros se somarão a outros fatores que também contribuirão de maneira importante para a sua expansão.

20. Tendo em vista os estímulos já existentes para a expansão da demanda agregada, as incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária e a menor distância entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo, o Copom entende que a preservação das importantes conquistas obtidas no combate à inflação e na manutenção do crescimento econômico, com geração de empregos e aumento da renda real, poderá demandar que a flexibilização adicional da política monetária seja conduzida com maior parcimônia. Essa ponderação se torna ainda mais relevante quando se leva em conta que as próximas decisões de política monetária terão impactos progressivamente mais concentrados em 2007.

21. À luz dessas considerações, o Copom decidiu, por unanimidade, dar continuidade ao processo de flexibilização da política monetária iniciado na reunião de setembro de 2005 e reduzir a meta para a taxa Selic para 14,75% ao ano, sem viés, e acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até a sua próxima reunião para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

22. No regime de metas para a inflação, a autoridade monetária orienta suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, analisando diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. Mesmo levando-se em conta que a maior volatilidade observada nos mercados financeiros internacionais em meses recentes poderá ter um caráter transitório, é forçoso reconhecer que ela gerou uma elevação na incerteza em relação ao comportamento futuro da inflação, que poderá acabar dificultando tanto a avaliação de cenários pela autoridade monetária quanto a coordenação de expectativas dos agentes privados. Nesse ambiente, cabe à política monetária manter-se especialmente

vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos. Evidentemente, na eventualidade de se verificar uma exacerbação de riscos que implique alteração do cenário prospectivo traçado para a inflação neste momento pelo Comitê, a estratégia de política monetária será prontamente adequada às circunstâncias.

23. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 29 de agosto de 2006, para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 13.821, de 31/10/2005.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

24. O IPCA diminuiu 0,21% em junho, a menor variação mensal desde setembro de 1998 e a terceira menor da série histórica. Três dos nove grupos pesquisados apresentaram variação negativa no mês: transportes, 0,93%; artigos de residência, 0,63%; e alimentação, 0,61%. As maiores contribuições individuais para a composição da taxa do IPCA em junho decorreram das quedas nos preços do álcool combustível e dos alimentos *in natura*, com impactos respectivos de -0,11 p.p. e -0,08 p.p. Com esse resultado, o IPCA acumulou aumentos de 1,54% no primeiro semestre de 2006 e de 4,03% nos últimos doze meses.

25. Os preços monitorados cresceram 0,06% em junho e 8,48% nos últimos doze meses, enquanto os preços livres registraram queda de 0,35% e alta de 2,08%, em igual ordem. Entre os preços livres, os preços dos produtos comercializáveis e dos não comercializáveis recuaram 0,42% e 0,26%, em junho, respectivamente. Consideradas as variações acumuladas em doze meses, os preços dos produtos comercializáveis e dos não comercializáveis cresceram 0,2% e 4,35%, respectivamente.

26. O IGP-DI subiu 0,67% em junho, acumulando elevações de 1,28% no primeiro semestre de 2006 e de 0,98% nos últimos doze meses. Considerados

os componentes do IGP-DI, o IPA, componente de maior peso, registrou aceleração em junho, com alta de 1,06% ante 0,46% em maio, acumulando variações de 1,22% no ano e de 0,09% em doze meses. O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) recuou 0,4% no mês, ante -0,19% em maio, evidenciando a queda mais acentuada dos preços do grupo alimentação, que passou de -0,94%, em maio, para -1,68%, em junho. Também contribuíram de modo destacado para a desaceleração do IPC-Br as menores altas registradas nos preços dos itens vestuário, saúde e cuidados pessoais e habitação. O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) também registrou desaceleração, crescendo 0,9%, ante 1,32% em maio, refletindo a redução do impacto dos reajustes salariais.

27. Em junho, a maior elevação nos preços no atacado decorreu da reversão do comportamento dos preços agrícolas e da aceleração dos preços industriais. A taxa mensal do IPA agrícola atingiu 1,66%, ante -0,25% em maio, impulsionada pelas elevações nos preços da cana-de-açúcar, soja, milho e arroz. A variação média dos preços industriais cresceu de 0,67% para 0,88%, devido às maiores pressões exercidas pelos preços dos metais não ferrosos, ferro, aço e derivados e da extrativa mineral. Considerando o IPA segundo os três estágios de processamento, também se confirmou a aceleração dos preços no atacado em junho. A variação dos preços dos bens finais aumentou de -1,1% para -0,06% e as relativas aos preços dos bens intermediários e das matérias-primas brutas elevaram-se de 1,25% para 1,29% e de 1,05% para 2,15%, respectivamente.

28. As medidas de núcleo do IPCA registraram redução em junho. Pelo método das médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos, o núcleo de inflação atingiu 0,30%, ante 0,47% em maio, alcançando 5,71% em doze meses. O núcleo sem o procedimento de suavização passou de 0,24% em maio para 0,07% em junho, acumulando 4,16% em doze meses. O núcleo calculado pela exclusão dos grupos de alimentação no domicílio e monitorados situou-se em -0,16%, após recuo de 0,03% em maio, acumulando 4,09% em doze meses.

29. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela FGV pelo método das médias aparadas simétricas,

atingiu 0,04% em junho, ante 0,22% em maio, acumulando 1,57% no ano e 3,31% nos últimos doze meses.

30. O índice de difusão do IPCA, indicador da proporção de itens com variações positivas no resultado do mês, situou-se em 49,2% em junho, ante 57,6% em maio.

31. A evolução recente dos preços ao consumidor sinaliza perspectivas favoráveis à variação do IPCA em julho, embora se espere reversão na tendência baixista dos preços dos alimentos, particularmente aqueles *in natura*, assim como do álcool combustível.

Atividade econômica

32. De acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas do comércio varejista registrou elevação de 0,6% em maio, em relação a abril. Incorporado o resultado de maio, as vendas no varejo aumentaram 6% nos primeiros cinco meses do ano, em relação ao período correspondente de 2005, com destaque para os acréscimos registrados nos segmentos móveis e eletrodomésticos, 10,3%; e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios e bebidas, 7,4%.

33. Os indicadores do comércio varejista na capital paulista, divulgados pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP) e ajustados sazonalmente pelo Banco Central, registraram, em junho, recuos mensais de 0,22% no número de consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) e de 0,49% no relativo ao Usecheque. No primeiro semestre do ano, esses indicadores registraram taxas de expansão de 3,4% e de 6,5%, respectivamente, ante o mesmo período de 2005.

34. A taxa de investimento da economia brasileira, medida pela relação entre a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e o PIB, atingiu 20,4% do PIB em valores correntes no primeiro trimestre de 2006, segundo o IBGE, maior percentual para o período desde 2001. Houve aumento de 0,4 p.p. ante a taxa do primeiro trimestre de 2005. Em doze meses, a taxa de investimento atingiu 20%.

35. Em maio, tanto a produção doméstica de bens de capital como a fabricação de insumos para a construção civil cresceram 1,8% em relação ao mês anterior, considerados dados dessazonalizados. As importações de bens de capital aumentaram 0,3%, conforme o índice de *quantum* calculado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), também com ajuste sazonal. No ano, até maio, esses indicadores revelaram acréscimos respectivos de 6,6%, 5,3% e 29,4%, em relação a igual período do ano anterior. Nesse período, a produção de bens de capital para energia aumentou 40,2%, para a construção 19,2% e, para uso misto, 11,7%, enquanto a produção de bens de capital para a agricultura diminuiu 16,3%. Especificamente para uso industrial, a fabricação de equipamentos seriados recuou 2,9%, e a de não seriados cresceu 7,7%, no mesmo período.

36. Segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção da indústria brasileira cresceu 1,6% em maio, em relação ao mês anterior, patamar 1,2% superior ao recorde anterior da série histórica, registrado em dezembro de 2005. Nos primeiros cinco meses de 2006, a expansão da produção industrial atingiu 3,3%, comparativamente ao mesmo período de 2005, com a indústria de transformação crescendo 3%, e a extrativa, 10%.

37. Considerando as categorias de uso, registraram-se crescimentos mensais, segundo dados dessazonalizados, na produção de bens intermediários, 1,9%; bens de capital, 1,8%; e de bens de consumo, 0,8%, com expansão de 0,4% na produção de bens semiduráveis e não duráveis e queda de 0,3% na de bens duráveis. No acumulado do ano, até maio, comparativamente ao mesmo período de 2005, todas as categorias apresentaram expansão, sobressaindo as taxas de crescimento de 10,2% na produção de bens de consumo duráveis e de 6,6% na de bens de capital.

38. A análise desagregada da produção industrial revelou que a produção de treze das 23 atividades aumentou em maio, com ênfase no desempenho dos segmentos veículos automotores, alimentos e máquinas e equipamentos. As quedas mais intensas localizaram-se nos segmentos produtivos de material

eletrônico e equipamentos de comunicação e outros produtos químicos.

39. Estatísticas da CNI também registraram continuidade no crescimento da atividade da indústria de transformação em maio, embora em ritmo mais gradual. As horas trabalhadas na produção evoluíram 0,1%, e as vendas industriais reais diminuíram 0,5%, em relação ao mês anterior, consideradas as séries dessazonalizadas pelo Banco Central. Nos primeiros cinco meses do ano, esses dois indicadores da atividade industrial registraram acréscimos de 1,4% e 1,6%, respectivamente, ante igual período de 2005. O nível de utilização da capacidade instalada alcançou 81,5% em maio, com alta de 0,4 p.p em relação ao mês anterior, dados dessazonalizados. Considerando a série sem ajuste sazonal, o nível de utilização atingiu 82,3% em maio, mesmo patamar observado em maio de 2005.

40. A produção de autoveículos recuou 4% em junho, relativamente ao mês anterior, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central, acumulando crescimento de 4,4% no primeiro semestre do ano, comparativamente ao mesmo período de 2005. No mês, as vendas internas e as externas registraram quedas de 2,2% e 8,5%, respectivamente. No primeiro semestre, as vendas internas subiram 8,6%, enquanto as vendas externas recuaram 3,7%, em relação a igual período do ano anterior.

41. Outros indicadores referentes ao desempenho industrial em junho sinalizaram arrefecimento da atividade no mês, a exemplo das variações mensais negativas relativas ao movimento de veículos pesados nas estradas com pedágio (índice ABCR) e à expedição de papel ondulado, dados dessazonalizados.

Expectativas e sondagens

42. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP) registrou redução de 0,1% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em julho, em comparação ao mês anterior. Os dois componentes do ICC apresentaram resultados distintos no mês: o Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea) aumentou 2,9%, enquanto as expectativas, captadas pelo Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), recuaram 1,8%. De acordo

com a pesquisa da Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomércio-RJ), em junho o Índice de Expectativa do Consumidor (IEC) subiu 1,2% em relação ao mês anterior e 4,1% ante o mesmo mês de 2005.

43. Segundo a Sondagem de Expectativas do Consumidor da FGV, que abrangeu 2.000 domicílios das sete principais capitais do país, o ICC se manteve estável em junho, em relação ao mês anterior, registrando-se melhora de 1,1% na avaliação da situação presente e deterioração de 0,8% nas expectativas em relação aos próximos seis meses.

44. Ainda segundo a FGV, de acordo com a prévia da Sondagem Trimestral da Indústria de Transformação, o setor industrial está avaliando mais favoravelmente a conjuntura dos negócios no início de julho, e as previsões para os próximos meses estão mais otimistas do que as realizadas em julho de 2005. O conjunto de informações referentes à situação presente ratifica a percepção de reaquecimento da atividade industrial observado desde o início do ano, com melhora no nível de demanda e maior adequação do nível dos estoques industriais. As previsões para os próximos meses estão mais otimistas na maior parte dos quesitos, com destaque para a melhora das perspectivas para o emprego industrial e para a situação geral dos negócios.

Mercado de trabalho

45. Em relação ao emprego formal, ocorreu a criação de 198.837 novos postos de trabalho em maio, distribuídos em praticamente todos os grandes setores de atividade, segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE. Após a dessazonalização da série, o índice de emprego apresentou elevação mensal de 0,3%, com destaque para a expansão de 0,7% nas contratações do setor de construção civil. No ano, até maio, foram criados 768 mil novos postos de trabalho, comparativamente a 771 mil em igual período de 2005.

46. Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto atingiu 10,2% em maio, situando-se 0,2 p.p. abaixo da taxa observada em abril. O recuo da taxa de desemprego

em maio refletiu o aumento da população ocupada (0,6%) em maior proporção que o da População Economicamente Ativa (PEA), que atingiu 0,3% no mês. A média da taxa de desemprego nos cinco primeiros meses do ano situou-se em 10,1%, a menor para o período desde o início da nova série, em março de 2002.

47. Ainda segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas alcançou R\$1.027,80 em maio, com altas de 1,3% na comparação com abril de 2006 e de 7,7% em relação a maio de 2005. A massa salarial real, definida pelo produto entre o rendimento médio real habitual e o número de ocupados, aumentou 1,9% no mês e 8,6% em doze meses.

48. No setor industrial, segundo o índice da CNI, ajustado sazonalmente pelo Banco Central, o contingente de pessoal empregado cresceu 0,4% em maio, acumulando expansões de 0,9% no ano e de 2% em doze meses.

Crédito e inadimplência

49. O saldo das operações de crédito referencial para taxas de juros com recursos livres apresentou aumento mensal de 0,7% em junho, acumulando variação de 22,7% em doze meses. Em relação às operações com pessoas físicas, as taxas de crescimento atingiram 1% no mês e 29,7% em doze meses, registrando-se, nessa base de comparação, crescimentos de 31,8% e 34,2%, respectivamente, nas operações de crédito pessoal e de aquisição de veículos. Em relação às carteiras de pessoas jurídicas, as operações com recursos domésticos aumentaram 2,9% no mês e 21,7% em doze meses, enquanto as lastreadas em recursos externos, evidenciando a apreciação do real e a liquidação de operações, recuaram 5,8% no mês e elevaram-se 5,5% em doze meses.

50. A taxa média ativa de juros incidente sobre as operações de crédito continuou em queda em junho, atingindo 43,2% a.a., 4,1 p.p. inferior ao patamar verificado em junho de 2005. Nas operações com pessoas físicas, a taxa média atingiu 55,8% a.a., ante 61,3% a.a. no mesmo mês de 2005, enquanto nas contratadas com pessoas jurídicas registrou-se redução de 4,6 p.p., para 28,8% a.a.

51. A taxa de inadimplência alcançou 4,6% em junho, considerando-se as operações de crédito com recursos livres com atraso superior a noventa dias, registrando 2,3% nas operações com pessoas jurídicas e 7,2% no segmento de pessoas físicas.

52. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, situou-se em 5% em junho, ante 8,2% em maio, resultado que refletiu quedas de 10% no número de novos registros e de 3,1% no número de registros cancelados, no período. No primeiro semestre de 2006, a taxa média de inadimplência atingiu 6,4%, repetindo o resultado observado no mesmo período de 2005.

Ambiente externo

53. Eventos importantes no cenário econômico global, como ações de política monetária mais restritivas que estão ocorrendo nas economias mais avançadas, associados à divulgação de preços ascendentes do petróleo geraram nervosismo e volatilidade nos mercados nas últimas semanas. Passado o momento mais crítico, em que prevaleceram oscilações mais acentuadas nos preços dos ativos, os mercados passaram a assumir uma posição mais cautelosa, com algumas correções seletivas nas cotações, favorecendo os mercados emergentes com fundamentos considerados mais sólidos.

54. A percepção de que há sinais de acomodação da atividade econômica nos Estados Unidos, com inflação alta, mas sem sair do controle, como foi destacado no último comunicado do *Federal Reserve* (Fed), contribuiu para reduzir a volatilidade nos mercados. Todavia, persistem incertezas quanto aos próximos movimentos da autoridade monetária norte-americana, especialmente porque eles serão motivados pelos futuros indicadores econômicos que, no momento, apontam para um crescimento em menor velocidade, mas com preços em alta.

55. No Japão e na Área do Euro as informações mais recentes sugerem que a recuperação dessas economias está ganhando fôlego. No Japão, os empréstimos bancários cresceram em junho no ritmo mais rápido em mais de uma década. A divulgação do Tankan, que trouxe resultados positivos, sinalizou maiores gastos de investimento. Na Área do Euro,

por sua vez, o Banco Central Europeu (BCE) tem manifestado que prossegue a expansão da economia da região, afirmando que a evolução do nível de atividade está chegando perto do PIB potencial. Em ambas as economias, há evidências de progressiva reversão da acomodação monetária.

Comércio exterior e reservas internacionais

56. No primeiro semestre de 2006, o comércio exterior brasileiro continuou em expansão, registrando novos recordes tanto nas exportações como nas importações. A corrente de comércio atingiu US\$102,3 bilhões, ante US\$87,7 bilhões no primeiro semestre de 2005. No período, o superávit comercial atingiu US\$19,5 bilhões, US\$113 milhões inferior ao registrado no mesmo período de 2005. Em julho, até a segunda semana (dez dias úteis), o saldo comercial atingiu US\$2,9 bilhões, resultado de US\$6,8 bilhões de exportações e US\$3,9 bilhões de importações.

57. As exportações alcançaram US\$11,4 bilhões em junho, novo recorde mensal. O valor médio diário atingiu US\$544,5 milhões, 17,4% superior ao observado em junho de 2005. As médias diárias das exportações de produtos manufaturados, semimanufaturados e básicos atingiram US\$293,5 milhões, US\$83,7 milhões e US\$157,5 milhões, respectivamente, com acréscimos de 17,5%, 27% e 12,9% na comparação com junho de 2005. Dentre os produtos básicos, o minério de ferro foi o principal item da pauta de exportação em junho, ao somar US\$790 milhões, com crescimento de 20,6% na comparação com o mês equivalente de 2005. Entre os manufaturados, assinala-se o desempenho das vendas externas de aviões, US\$464 milhões no mês, com expansão de 96%, na mesma base de comparação. Houve aumento generalizado nos embarques, particularmente de itens manufaturados com pequena participação na pauta, comportamento que tem sido acompanhado pela ampliação de mercados de destino, o que mostra a continuidade do processo de diversificação das exportações brasileiras.

58. As importações somaram US\$7,4 bilhões, com valor médio diário de US\$350,1 milhões, 24,8% superior ao de junho de 2005. As compras externas registraram aumentos em todas as categorias de produtos, com destaque para combustíveis e lubrificantes, 93,8%;

bens de consumo, 36,5%; e bens de capital, 21,9%; considerando-se as médias diárias.

59. As importações de matérias-primas e bens intermediários, que representam cerca de metade das compras externas brasileiras, cresceram, respectivamente, 9,3% em junho e 13,2% no primeiro semestre, comparativamente aos mesmos períodos de 2005.

60. Ao final de junho, as reservas internacionais situaram-se em US\$62,7 bilhões, com redução de US\$ 710 milhões em relação ao saldo do mês anterior.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

61. No período posterior à reunião do Copom de maio, a curva de juros futuros apresentou queda significativa em toda a sua extensão. Entre 29 de maio e 17 de julho, as taxas de 1, de 3 e de 6 meses declinaram 0,59 p.p., 0,67 p.p. e 0,77 p.p, respectivamente, influenciadas pela decisão e pela ata do Copom, bem como pela divulgação de índices de inflação corrente favoráveis e de expectativas de inflação para 2006 abaixo do centro da meta. As taxas de 1, de 2 e de 3 anos recuaram, respectivamente, 0,80 p.p., 0,63 p.p. e 0,57 p.p. Esse trecho da curva de juros acompanhou, em grande medida, as mudanças no cenário externo, elevando-se até meados de junho, período em que se acentuou a volatilidade das bolsas de valores internacionais e das moedas dos países emergentes. Daí em diante o movimento foi oposto e de maior amplitude, especialmente após o comunicado do Fed referente à decisão do *Federal Open Market Committee* (FOMC) de 29 de junho. A taxa real de juros medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses recuou de 10,72%, em 29 de maio, para 9,75%, em 17 de julho.

62. Em 30 e 31 de maio, o Banco Central leiloou contratos de *swap* cambial nos quais assumia posição ativa em taxa de juros doméstica e passiva em variação cambial. Com essas operações, que totalizaram US\$798 milhões, resgatou antecipadamente a maior parte dos contratos de *swap* cambial reverso que venciam em 3 de julho. Em 17 de julho, o resgate

líquido de instrumentos cambiais acumulado no ano alcançava US\$11,5 bilhões.

63. Na administração da liquidez no mercado de reservas bancárias, o Banco Central manteve as operações compromissadas semanais de prazos de três e de cinco meses e de rentabilidade prefixada, assim como as operações de nivelamento ao final do dia, com prazo de até dois dias úteis. Além disso, entre 30 de maio e 17 de julho, atuou em 33 oportunidades por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, todas destinadas a retirar recursos do sistema bancário. No período, o saldo diário médio das operações de prazo de três e de cinco meses alcançou R\$63,1 bilhões, sendo R\$52,3 bilhões em operações de cinco meses. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$27,4 bilhões.

64. Com o objetivo de reduzir o excesso de liquidez bancária previsto para o trimestre subsequente, o Banco Central realizou, em junho, três leilões de venda de Letras do Tesouro Nacional (LTN) de vencimento em outubro de 2006, de sua carteira, conjugada a compra de LTN de vencimento em julho de 2006 e, em julho, três leilões de venda de LTN de vencimento em janeiro de 2007, também de sua carteira, conjugada a compra de LTN de vencimento em outubro de 2006. O volume financeiro do primeiro grupo de operações totalizou R\$3,2 bilhões, e o do segundo, R\$3,8 bilhões.

65. Entre 30 de maio e 17 de julho, o Tesouro Nacional captou R\$35,6 bilhões mediante a venda de títulos de remuneração prefixada, sendo R\$34,0 bilhões com LTN de vencimento em 2007, 2008 e 2009 e R\$1,6 bilhão com Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) de vencimento em 2012 e 2014. As vendas de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), em 28 de junho, alcançaram R\$376 milhões, com emissão de títulos de vencimento em 2009, 2011, 2015, 2024, 2035 e 2045. Na mesma data, o Tesouro efetuou leilão de compra de NTN-B, adquirindo o equivalente a R\$332 milhões. Em junho, o Tesouro voltou a realizar leilões de venda de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) – desde então, colocou R\$16,4 bilhões em títulos de vencimento em 2009 e 2011.

Notas da 121ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 29 e 30/08/2006

Local: Sala de reuniões do 8º andar (29/08) e do 20º andar (30/08) do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília – DF

Horário de início: 17h30 (29/08) e 16h30 (30/08)

Horário de término: 20h30 (29/08) e 20h (30/08)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Afonso Sant’Anna Bevilaqua
Alexandre Antonio Tombini
Antonio Gustavo Matos do Vale
João Antônio Fleury Teixeira
Mário Magalhães Carvalho Mesquita
Paulo Sérgio Cavalheiro
Paulo Vieira da Cunha
Rodrigo Telles da Rocha Azevedo

Chefes de Departamento (presentes no dia 29)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 30)
Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
Ivan Luís Gonçalves de Oliveira Lima – Departamento de Operações do Mercado Aberto
Radjalma Costa – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 29)

Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor Especial do Presidente
Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria
André Minella – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas
Jocimar Nastari – Assessor de Imprensa
Flávio Pinheiro de Melo – Consultora da Diretoria
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 economia

1. Após apresentar desaceleração por três meses consecutivos, a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 0,19% em julho. Esse resultado foi ligeiramente superior às expectativas do mercado vigentes na véspera da divulgação do índice, mas, substancialmente inferior às expectativas que prevaleciam ao final de junho. Com os desenvolvimentos observados nos últimos meses, a inflação acumulada em 2006 chegou a 1,73%, ou seja, pouco mais da metade dos 3,42% observados em igual período de 2005. Por sua vez, o valor acumulado em doze meses se reduziu de 5,70%, em janeiro, para 3,97%, em julho, o menor nível desde que o regime de metas para a inflação foi introduzido em junho de 1999. A aceleração da inflação em julho refletiu o comportamento tanto dos preços livres, como custos com empregados domésticos e alimentos *in natura*, quanto dos itens monitorados, como tarifas de ônibus intermunicipais e interestaduais. De maneira geral, continua se consolidando um cenário benigno para a inflação, que deve permanecer evoluindo segundo a trajetória das metas, com potenciais repercussões sobre o comportamento dos preços nos anos à frente.

2. A aceleração da inflação plena em julho refletiu-se de um modo geral nas medidas de núcleo calculadas pelo Banco Central. O núcleo por exclusão de administrados e de alimentos no domicílio, que havia registrado deflação em maio e junho, registrou elevação de 0,14% em julho. O núcleo por médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos mostrou estabilidade em relação a junho, refletindo o componente inercial implícito em sua construção. Por sua vez, o núcleo por médias aparadas sem suavização de itens preestabelecidos aumentou 0,20%, ante os

0,07% observados no mês anterior. Dessa forma, as três medidas de núcleo continuam apresentando comportamento consistente com a convergência para a trajetória das metas. Além disso, a exemplo do índice pleno, tanto o núcleo por exclusão (3,85%) quanto o núcleo sem suavização (4,04%) mostram valores acumulados em doze meses inferiores ao valor central para a meta de inflação. O núcleo com suavização, por sua vez, mostra uma convergência mais lenta, alcançando o valor de 5,54% em julho, contra 5,71% nos doze meses terminados em junho.

3. Em contraste com os preços ao consumidor, o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) apresentou desaceleração em julho, com a variação mensal caindo de 0,67%, para 0,17%. Com isso, o índice acumulou variação positiva de 1,45% nos primeiros sete meses de 2006, ante 1,11% no mesmo período do ano passado. Em doze meses até julho, o IGP-DI subiu 1,56%, ante 0,98% até junho. A queda da inflação mensal do IGP-DI em julho resultou basicamente da acomodação dos preços no atacado e dos custos de construção. O Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), que havia registrado deflações no período de fevereiro a abril, variou 0,46% em maio e 1,06% em junho, recuando para 0,17% em julho. Os preços agrícolas (com redução de 1,66% para 0,45% na variação mensal), bem como os preços industriais (de 0,88% para 0,08%), contribuíram para a redução da inflação no atacado em julho. Mesmo depois do avanço de 2% no bimestre junho–julho, os preços agrícolas ainda mostram deflação de 6% na comparação de doze meses. Por seu turno, a inflação do IPA industrial avançou, no critério de comparação de doze meses, para 3,2% em julho, contra 2,8% em junho. A despeito dos níveis ainda historicamente elevados dos preços internacionais de algumas importantes *commodities*, os preços no atacado poderão continuar contribuindo favoravelmente para uma acomodação dos preços ao consumidor. Conforme destacado nas Notas de reuniões anteriores do Copom, a intensidade de tais efeitos, bem como sua própria continuidade, dependerá das condições prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. A produção industrial, segundo dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia

e Estatística (IBGE), recuou 1,7% em junho, ante crescimento de 1,6% em maio. Pelo critério das médias móveis trimestrais, a produção industrial apresentou ligeiro declínio, situando-se próxima do recorde observado em maio. A produção da indústria em junho se contraiu 0,6% em relação ao mesmo mês do ano anterior, depois de mostrar elevação de 4,8%, por esse critério, em maio. Dessa forma, o crescimento ao longo dos primeiros seis meses do ano, em comparação com o mesmo período do ano passado, alcançou 2,6%, enquanto o crescimento em doze meses caiu para 2%, ante os 2,6% observados em abril-maio. Cabe notar que os dados sobre a produção industrial em junho foram influenciados por diversos fatores pontuais, de natureza não-recorrente, devendo, portanto, ser examinados com cautela adicional. De fato, para julho, os indicadores antecedentes e coincidentes da produção industrial sinalizam crescimento em relação a junho, na série ajustada para efeitos sazonais e na série mais estável de médias móveis trimestrais. Apesar de os resultados de junho terem vindo abaixo das estimativas do mercado, a queda não deve representar interrupção do processo de crescimento gradual do nível de atividade delineado em Notas de reuniões anteriores do Copom, em particular quando se consideram os eventos de influência negativa para a produção que incidiram no mês, e se observam os resultados dos primeiros indicadores antecedentes de julho, bem como os diversos fatores de estímulo, incluindo a flexibilização monetária já realizada.

5. Dados referentes às categorias de uso, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, mostram contração de 2% no segmento de bens de capital e de 0,5% na produção de bens intermediários, com expansão de 0,2% na indústria de bens de consumo. Na comparação mês a mês com ajuste sazonal, o destaque negativo ficou para a categoria de bens intermediários, que retrocedeu quase 2% após apresentar crescimento vigoroso em maio. No ano, a expansão da atividade industrial continua sendo liderada pela produção de bens de consumo duráveis (7,5%) e bens de capital (5%). O crescimento da produção de bens de consumo duráveis reflete, entre outros fatores, a recuperação da renda real e a expansão do volume de crédito na economia. Por sua vez, a expansão da produção de bens de capital decorre das perspectivas de crescimento da demanda interna, bem como a influência de preços

internacionais favoráveis para certos setores, como sugere a última Sondagem Conjuntural da Fundação Getúlio Vargas (FGV), segundo a qual 54% das empresas entrevistadas pretendem investir mais em 2006 do que no ano anterior.

6. A taxa de desemprego subiu para 10,7% em julho, ante os 10,4% registrados em junho, e 9,4% em igual mês do ano anterior. Ainda assim, a taxa média de desemprego nos primeiros sete meses do ano apresentou estabilidade ante igual período do ano anterior, a despeito da expansão de 3,6% na População Economicamente Ativa (PEA), na comparação dos dados de julho de 2006 com os do mesmo mês de 2005. Tal resultado reflete o fato de que, na mesma base de comparação, o número de pessoas ocupadas cresceu 2,1%, indicando que o ritmo de criação de empregos permanece robusto. O poder de compra dos trabalhadores diminuiu 0,7% em julho ante o mês anterior, entretanto, houve elevação de 3,4% sobre igual mês do ano anterior e, no acumulado do ano, o poder de compra já se elevou em 4,2%. Com isso, a massa salarial real aumentou 6,2% em 2006 ante o mesmo período de 2005. Na indústria de transformação, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, o nível de emprego recuou 0,2% em junho, ante o mês anterior, depois de quatro meses consecutivos de alta. Em relação a junho de 2005, verifica-se que houve aumento de 1,3%. Note-se que, nessa base de comparação, o nível de emprego industrial vem aumentando há 29 meses consecutivos. Nos doze meses, findos em junho, a expansão do emprego industrial alcançou 2,2%. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam a continuidade do processo de expansão do emprego formal celetista. Em julho, o nível do emprego formal cresceu 0,6% em relação ao mês anterior, na série com ajuste sazonal. No acumulado no ano, a taxa de expansão do emprego formal situou-se em 5%, com destaque para o crescimento de 9,9% e 6,2% da ocupação nos setores da construção civil e do comércio, respectivamente. Com a criação de 154.357 postos de trabalho em julho, o acumulado em 2006 alcançou 1.078.155 e, em doze meses, 1.248.360 novos postos de trabalho.

7. Em junho, as vendas no comércio varejista caíram 0,4% em relação a maio, segundo dados

dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Foi a primeira queda depois de três meses consecutivos de expansão. Na comparação com o mesmo período do ano passado, o crescimento alcançou 4,1% em junho e 7,3% em maio. No primeiro semestre, a expansão atingiu 5,7% em relação ao mesmo período do ano anterior, e em doze meses, 5,3%. Em junho houve decréscimo mensal nas vendas em três das quatro atividades que compõem o índice do comércio varejista, consideradas as séries com ajuste sazonal, com crescimento restrito ao segmento de hipermercados, supermercados, bebidas e fumo, o qual decorre do fortalecimento do mercado de trabalho. Apesar da queda em junho, os dados do comércio varejista continuam apresentando desempenho superior aos dados da produção industrial e refletem as condições de demanda favoráveis. Para o resto do ano, espera-se a continuidade e o fortalecimento do comércio varejista, que deverá ser impulsionado pela expansão dos níveis de emprego e da renda, pelo crescimento do crédito e pelo processo de flexibilização da política monetária, aliados à própria recuperação da confiança do consumidor e aos impactos do aumento do salário mínimo.

8. A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) na indústria de transformação subiu pelo segundo mês consecutivo, alcançando 82,2% ante os 82,1% verificados em maio, de acordo com a série da CNI dessazonalizada pelo Banco Central. No primeiro semestre a taxa média de utilização da capacidade foi 0,8 p.p. inferior à registrada no mesmo período do ano passado, embora na margem essa diferença venha se reduzindo. O menor nível médio de utilização da capacidade instalada em relação ao ano anterior reflete, ao menos parcialmente, incrementos na capacidade produtiva. De fato, dados recentes relativos à produção e à absorção de bens de capital, bem como a produção de insumos para a construção civil, sugerem expansão dos investimentos. Por exemplo, nos primeiros seis meses de 2006 a absorção de bens de capital acumulou expansão de 9,7% em relação ao mesmo período do ano passado. Para esse resultado contribuíram fortemente o aumento das importações de bens de capital, que registraram crescimento de 29,6% em volume, e a produção de bens de capital, que aumentou 5,0%, na mesma base de comparação. A produção de insumos para a

construção civil registrou expansão de 4,7% no ano, até junho. Dessa forma, a despeito da continuidade da expansão da demanda agregada, ainda não se antecipam descompassos relevantes no que se refere à evolução da oferta agregada ao longo dos próximos trimestres. Como ressaltado em Notas das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços para o adequado atendimento à demanda.

9. A balança comercial continua apresentando desempenho robusto em 2006, corroborando avaliações expressas em Notas de reuniões anteriores do Copom acerca de mudanças estruturais importantes no relacionamento comercial do Brasil com o resto do mundo. Nos primeiros sete meses do ano, o saldo da balança atingiu US\$25,2 bilhões, cifra superior àquela observada no mesmo período do ano passado. O superávit acumulado nos doze meses até julho, US\$45,2 bilhões, apresentou elevação em relação ao mês anterior, encontrando-se ligeiramente abaixo do máximo histórico de US\$45,8 bilhões, observado em março. Ainda que os superávits permaneçam elevados, a tendência é o início de uma nova dinâmica – de ajustamento – para os fluxos comerciais. Mesmo assim, deve-se ressaltar a continuidade da expansão das exportações, que atingiram US\$128,1 bilhões nos doze meses findos em julho, um novo recorde para a série histórica. Por sua vez, as importações também continuam mostrando vigor e também registraram novo recorde em julho, sob o mesmo critério, quando atingiram US\$82,9 bilhões. Dessa forma, espera-se para 2006 e 2007 a continuidade da geração de vultosos saldos comerciais. Já o saldo em transações correntes registrou superávit de US\$3,0 bilhões em julho, o maior resultado da série histórica, tendo atingido em doze meses US\$12,5 bilhões, o equivalente a 1,45% do Produto Interno Bruto (PIB).

10. Em relação ao cenário externo, deve-se destacar a interrupção, após dezessete movimentos consecutivos, do ciclo de alta das taxas de juros nos EUA. Apesar de a necessidade de altas adicionais não estar descartada, desde a última reunião do Copom reduziu-se acentuadamente o grau de incerteza sobre a política monetária dos EUA. Por outro lado, ganhou importância o temor de que esse aperto monetário

possa ter sido excessivo, e que, portanto, a economia estadunidense possa entrar em recessão.

11. É importante notar as limitadas repercussões internas do cenário externo menos favorável observado ao longo dos últimos meses, em especial no que se refere ao aumento do grau de aversão ao risco e da menor liquidez externa. De fato, após a elevação registrada em maio, o risco soberano atingiu níveis historicamente baixos nos últimos dias. Esse fato corrobora avaliações recorrentes, expressas em Notas e Relatórios de Inflação recentes, de que a economia brasileira está mais resistente a choques externos. Nesse contexto, o Copom reafirma que a redução consistente da inflação, os vultosos e persistentes superávits comerciais, a geração de superávits primários adequados, a recomposição das reservas internacionais, a melhora do perfil da dívida pública interna e a recompra de títulos soberanos no mercado internacional têm tornado o país cada vez mais resistente a choques externos. Esse aumento da resistência a choques refletiu-se, sobretudo, na constatação de que a economia doméstica tem mantido sua trajetória de crescimento em meio ao longo processo de ajuste das taxas de juros nos EUA, ao qual se juntaram a Zona do Euro e o Japão. Dessa forma, o Copom continua atribuindo baixa probabilidade a um cenário de deterioração significativa nos mercados financeiros internacionais, ou seja, suficiente para comprometer as condições de financiamento do país.

12. Uma fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional refere-se aos preços do petróleo. Apesar do recuo observado desde a última reunião, o preço da *commodity* permanece em patamar elevado, situando-se em cerca de 20% acima do nível observado no fim do ano passado. Além disso, as cotações continuam apresentando elevada volatilidade, refletindo tensões geopolíticas. É forçoso reconhecer, contudo, que o quadro atual talvez reflita, em grande parte, desequilíbrios estruturais no mercado de petróleo e sugira não apenas que houve uma mudança de patamar nos preços do produto, mas também que esses preços possam se sustentar por mais tempo em nível acima do que se antecipava. De qualquer forma, as previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo continuam marcadas por grande incerteza, e as chances de um recuo

mais significativo das cotações parecem pequenas no horizonte de curto prazo. Em consequência, conforme expresso em Notas das últimas reuniões, o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2006, vem se tornando progressivamente menos plausível, e, portanto, aumentaram significativamente os riscos à sua concretização. Caso se consolidem as tendências observadas recentemente, o Copom poderá ter de incorporar ao seu cenário central de trabalho uma elevação dos preços domésticos da gasolina ainda em 2006. Adicionalmente, a despeito da maior estabilidade do preço interno da gasolina, deve-se reconhecer que a elevação dos preços internacionais do petróleo se transmite inexoravelmente à economia doméstica, por exemplo, por meio de cadeias produtivas como a petroquímica, e pela deterioração que termina produzindo nas expectativas de inflação dos agentes econômicos.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

13. 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) Comparadas com os valores considerados na reunião do Copom de julho, as projeções de reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão foram mantidas em 0% e 0,1%, respectivamente, para o acumulado de 2006;

b) Identicamente, na comparação com a reunião do Copom de julho, mantiveram-se as projeções de preços da telefonia fixa e da eletricidade em 2,7% e em -0,9%, respectivamente, para o acumulado de 2006;

c) O Copom manteve a projeção de reajuste de 4,4% para o conjunto de preços administrados para o acumulado de 2006. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 31,19% do total do IPCA de julho;

d) De acordo com o modelo de determinação endógena de preços administrados, a projeção de reajuste para o conjunto desses preços em 2007 passou de 6,2% para 6,1%. A projeção leva em conta os efeitos da

inflação de preços livres, da inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP) e da variação cambial, além de componentes sazonais;

e) O modelo VAR, baseado nos níveis da taxa Selic e do *swap* de 180 dias, estima um *spread*, no cenário de referência, de -35 p.b. no terceiro trimestre de 2006. A trajetória do *swap* indica, ainda, que os *spreads* atingem -4 p.b. no último trimestre de 2006 e 59 p.b. no último de 2007.

14. Em relação à política fiscal, as projeções consideram o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do PIB em 2006 e em 2007. As demais hipóteses consideradas na reunião anterior são mantidas.

15. Desde a reunião de julho do Copom, houve ligeira redução na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2006, que passou de 3,77% para 3,68%. As expectativas para doze meses à frente aumentaram de 4,33% para 4,43%. Para 2007, as expectativas de inflação permaneceram alinhadas com o valor central de 4,50% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Como mencionado em Notas de reuniões anteriores do Copom, esses desenvolvimentos sugerem a consolidação de um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável, em horizontes mais longos.

16. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$2,15 e da taxa Selic em 14,75% em todo o horizonte de previsão, a projeção para o IPCA em 2006 permaneceu relativamente estável em relação ao valor considerado na reunião do Copom de julho, situando-se, portanto, abaixo do valor central de 4,50%, estabelecido pelo CMN para a meta deste ano. No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e juros apuradas pela Gerin junto a analistas no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2006 também se manteve relativamente estável em relação ao valor considerado na reunião do Copom de julho, permanecendo, portanto, abaixo do valor central da meta de inflação. Da mesma forma, as projeções de inflação para 2007, segundo os dois cenários

considerados, também se mantiveram relativamente estáveis, quando comparadas às projeções obtidas em julho, com os valores permanecendo abaixo do valor central de 4,50% no cenário de referência e acima de 4,50% no cenário de mercado.

Implementação da política monetária

17. O Copom reafirma o diagnóstico, expresso nas Notas das últimas reuniões, de que, além de conter as pressões inflacionárias de curto prazo, a política monetária tem contribuído de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Os dados referentes à atividade econômica ainda sugerem expansão em ritmo condizente com as condições de oferta ao longo dos próximos trimestres, com baixa probabilidade de que observemos pressões significativas sobre a inflação. Além disso, a despeito da perspectiva de consolidação de um ambiente de menor liquidez global, em virtude da elevação das taxas de juros nas economias industrializadas, e do fato de os preços do petróleo terem oscilado em torno de patamares historicamente elevados, o cenário externo permanece favorável, particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento para a economia brasileira. Assim, ainda que se leve em conta que uma parcela dos resultados favoráveis para a inflação de curto prazo tende a apresentar alguma reversão no futuro, o cenário para a trajetória da inflação permanece benigno. Tal como na reunião de julho, o Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro.

18. A convergência ininterrupta da inflação para a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a manutenção do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que vem ocorrendo nos últimos anos. O espaço para que observemos juros reais menores no futuro continuará se consolidando de forma natural como consequência dessa melhora de percepção. O Copom avalia que a atuação cautelosa da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação continue evoluindo segundo a trajetória de

metas. Para que essa maior probabilidade continue se traduzindo em resultados efetivos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação sigam apresentando elementos compatíveis com o cenário benigno que tem se configurado nos últimos trimestres.

19. O Copom considera relevante ressaltar, uma vez mais, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Desde o início do ciclo de flexibilização da política monetária, em setembro de 2005, a taxa de juros básica já foi reduzida em 500 p.b., com a maior parte da redução concentrada em 2006. Assim, uma parcela importante dos efeitos dos cortes de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, assim como os efeitos da atividade sobre a inflação também não tiveram tempo de se materializar.

20. Ao longo dos próximos meses, a expansão do nível de emprego e da renda e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a atividade econômica. Como mencionado nas Notas da reunião de julho do Copom, a esses fatores devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências em função do novo valor do salário mínimo e dos impulsos fiscais já ocorridos desde o último trimestre do ano passado e esperados para o restante deste ano. Dessa forma, os efeitos sobre a demanda agregada dos cortes de juros se somarão a outros fatores que também contribuirão de maneira importante para a sua expansão.

21. À luz dessas considerações, o Copom avaliou a conveniência de reduzir a taxa Selic em 25 p.b.. Apesar de entenderem que diversos fatores respaldariam tal decisão, os membros do Comitê concluíram que, neste momento, uma redução de 50 p.b. na taxa Selic resultaria em maior adequação das condições monetárias correntes à melhora no cenário prospectivo para a inflação observada entre as reuniões de julho e de agosto. Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, dar continuidade ao processo de flexibilização da política monetária iniciado na reunião de setembro de 2005 e reduzir a meta para a taxa Selic para 14,25% ao ano, sem viés, e acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até a sua próxima reunião para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

22. Tendo em vista os estímulos já existentes para a expansão da demanda agregada, as incertezas que cercam os mecanismos de transmissão da política monetária e a menor distância entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo, o Copom entende que a preservação das importantes conquistas obtidas no combate à inflação e na manutenção do crescimento econômico, com geração de empregos e aumento da renda real, poderá demandar que a flexibilização adicional da política monetária seja conduzida com maior parcimônia. Essa ponderação se torna ainda mais relevante quando se leva em conta que as próximas decisões de política monetária terão impactos progressivamente mais concentrados em 2007.

23. No regime de metas para a inflação, a autoridade monetária orienta suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, analisando diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. Mesmo levando-se em conta que houve redução na volatilidade observada nos mercados financeiros internacionais em meses recentes, é forçoso reconhecer que várias das incertezas que geraram o aumento na volatilidade a partir de maio persistem. Nesse ambiente, cabe à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos. Evidentemente, na eventualidade de se verificar uma exacerbação de riscos que implique alteração do cenário prospectivo traçado para a inflação neste momento pelo Comitê, a estratégia de política monetária será prontamente adequada às circunstâncias.

24. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 17 de outubro de 2006, para as apresentações técnicas, e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 13.821, de 31/10/2005.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

25. O IPCA subiu 0,19% em julho, ante recuo de 0,21% no mês anterior. Três dos nove grupos

pesquisados apresentaram variação negativa no mês: vestuário, 0,24%, comunicação, 0,07% e, habitação, 0,02%. Dos grupos que registraram elevações de preços, sobressaíram-se despesas pessoais, 0,67%, saúde e cuidados pessoais, 0,44% e transportes, 0,37%. Os preços do grupo alimentação e bebidas aumentaram 0,09% no mês, após cinco meses consecutivos em queda, sobretudo pelas altas nos preços das frutas e do arroz. As maiores contribuições individuais para a composição da taxa do IPCA em julho decorreram das elevações nos preços da gasolina, de ônibus intermunicipal e de empregado doméstico, com impactos respectivos de 0,04 p.p., 0,03 p.p. e 0,03 p.p. Com o resultado de julho, o IPCA acumulou aumentos de 1,73% no ano e de 3,97% nos últimos doze meses.

26. Os preços monitorados cresceram 0,33% em julho e 7,93% nos últimos doze meses, e os preços livres, 0,13% e 2,21%, em igual ordem. Entre os preços livres, os dos produtos comercializáveis permaneceram estáveis em julho, enquanto os preços dos não comercializáveis aumentaram 0,25%. Consideradas as variações acumuladas em doze meses, os preços dos produtos comercializáveis e dos não comercializáveis cresceram 0,46% e 4,28%, respectivamente.

27. O IGP-DI registrou alta de 0,17% em julho, acumulando elevações de 1,45% no ano e de 1,56% nos últimos doze meses. Considerados os componentes do IGP-DI, o IPA, de maior peso, mostrou desaceleração em julho, com taxa de 0,17% ante 1,06% em junho, acumulando variações de 1,39% no ano e de 0,95% em doze meses. O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 0,06% no mês, após queda de 0,4% em junho, seguindo a reversão no comportamento dos preços dos alimentos – alta de 0,15% em julho, depois do recuo de 1,68% no mês anterior. O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) também registrou desaceleração, ao crescer 0,47%, ante 0,9% em junho, refletindo a redução do impacto dos reajustes salariais.

28. Em julho, a desaceleração dos preços no atacado decorreu tanto da menor variação dos preços agrícolas como na dos preços industriais. A taxa mensal do IPA agrícola atingiu 0,45%, ante 1,66% em junho, refletindo as quedas nos preços da soja, do milho, das aves, do feijão e da cana-de-açúcar, que

se sobrepuseram às elevações nos preços do arroz, dos legumes e frutas e dos bovinos. A variação média dos preços industriais passou de 0,88% em junho para 0,08% em julho, principalmente pelo recuo nos preços de produtos derivados de *commodities* metálicas. Considerando o Índice de Preços por Atacado (IPA) segundo os três estágios de processamento, apenas os bens finais registraram aceleração de preços, com alta de 0,58% ante a variação de -0,06% em junho. Os preços dos bens intermediários recuaram 0,21% e os das matérias-primas brutas aumentaram 0,37% no mês, após elevações respectivas de 1,29% e 2,15% em junho.

29. Em julho, as medidas de núcleo do IPCA continuaram em trajetória declinante na variação em doze meses. Pelo método das médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos, o núcleo de inflação atingiu 0,29% no mês, alcançando 5,54% em doze meses, ante 5,71% em junho. O núcleo sem o procedimento de suavização alcançou 0,20% em julho, com a variação em doze meses passando de 4,16% em junho para 4,04% em julho. O núcleo calculado pela exclusão dos grupos de alimentação no domicílio e monitorados situou-se em 0,14%, acumulando 3,85% em doze meses, ante 4,09% no mês anterior.

30. O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela FGV pelo método das médias aparadas simétricas, atingiu 0,11% em julho, acumulando 1,68% no ano e 3,11% nos últimos doze meses.

31. O índice de difusão do IPCA, indicador da proporção de itens com variações positivas no resultado do mês, situou-se em 56,3% em julho, ante 49,2% em junho.

32. Os resultados parciais dos índices de preços ao consumidor confirmam as perspectivas favoráveis de variação do IPCA em agosto, a despeito da confirmação da reversão da tendência baixista dos preços dos alimentos esboçada em julho, sobretudo dos produtos *in natura* e do arroz. No atacado, as altas dos preços dos bovinos e dos legumes e frutas, no setor agrícola, e dos produtos mecânicos e combustíveis e lubrificantes, entre os industriais, foram responsáveis pela aceleração na variação do IPA nos resultados parciais de agosto já divulgados.

Atividade econômica

33. Os indicadores relacionados à atividade econômica mostraram resultados desfavoráveis em junho, contrastando com a tendência expansionista que vem sendo observada nos últimos meses. Em grande parte, esse comportamento está associado a fatores pontuais ocorridos no período, destacadamente, ao efeito da copa do mundo, às paralisações programadas em plataformas da Petrobras e à greve da Receita Federal, que restringiram as importações de insumos para a produção. Tais fatores influenciaram negativamente indicadores de produção e, em menor medida, de demanda para o mês.

34. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas do comércio varejista recuou 0,4% em junho, em relação ao do mês anterior, após ajuste sazonal, depois de registrar crescimento por três meses consecutivos. Apenas a atividade hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo registrou expansão de vendas na comparação mensal, de 1%. No primeiro semestre do ano, as vendas no varejo aumentaram 5,7% em relação às do mesmo período de 2005, com destaque para os acréscimos registrados nos segmentos móveis e eletrodomésticos, 9%, e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios e bebidas, 7,6%, refletindo os efeitos da expansão do crédito e do crescimento da renda real.

35. Os indicadores do comércio varejista na capital paulista, divulgados pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP) e ajustados sazonalmente pelo Banco Central, registraram comportamentos distintos em julho. O número de consultas ao Usecheque aumentou 0,6%, enquanto aquelas efetuadas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) recuaram 0,6%. No ano, até julho, esses indicadores registraram expansões de 6,5% e de 3,3%, respectivamente, ante o mesmo período de 2005.

36. Em relação aos indicadores de investimento, a produção doméstica de bens de capital e a fabricação de insumos para a construção civil recuaram 1% e 0,8%, respectivamente, em junho, em comparação aos níveis observados no mês anterior, após ajuste sazonal. As importações de bens de capital aumentaram 9,3%, conforme o índice de quantum

calculado pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), também com ajuste sazonal. No primeiro semestre do ano esses indicadores revelaram acréscimos respectivos de 5%, 4,7% e 28,8%, em relação aos de igual período do ano anterior. Nesse período, a produção de bens de capital para energia aumentou 37,1%, para a construção, 17,5% e, para uso misto, 10,1%, enquanto a produção de bens de capital para a agricultura diminuiu 18,6%. Especificamente para uso industrial, a fabricação de equipamentos seriados recuou 2,8%, e a de não seriados cresceu 4,4%, no mesmo período.

37. Segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção industrial brasileira diminuiu 1,7% em junho, em relação à do mês anterior. A produção extrativa registrou queda de 3,4%, principalmente pelo efeito das paralisações programadas em sete plataformas da Petrobras, e a indústria de transformação experimentou queda de 1,9%, na mesma base de comparação. No primeiro semestre de 2006, a expansão da produção industrial atingiu 2,6%, comparativamente à do mesmo período de 2005, sendo que a indústria de transformação cresceu 2,3%, e a extrativa, 8,4%.

38. Todas as categorias de uso registraram queda em junho, na comparação mensal, segundo dados dessazonalizados: 1,9% na produção de bens intermediários, 1% na de bens de capital, 1,1% na de bens de consumo duráveis e 1% na de bens de consumo semi e não duráveis. No acumulado do ano, até junho, comparativamente ao mesmo período de 2005, todas as categorias apresentaram expansão, destacando-se as taxas de crescimento de 7,5% na produção de bens de consumo duráveis e de 5% na de bens de capital.

39. A análise desagregada da atividade industrial revelou que em dezessete das 23 atividades pesquisadas, que são ajustadas sazonalmente, a produção diminuiu em junho, destacando-se as quedas nos segmentos veículos automotores, outros produtos químicos, indústria extrativa, máquinas e equipamentos, outros equipamentos de transporte e material eletrônico e equipamentos de comunicação. Entre os segmentos com expansão mensal, destacaram-se a indústria farmacêutica e refino de petróleo e produção de álcool.

40. Relativamente a indicadores para julho, a produção de autoveículos cresceu 5,2% relativamente à do mês anterior, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central, acumulando expansão de 4,4% no acumulado do ano, comparativamente à do mesmo período de 2005. No mês, ainda com dados dessazonalizados, as vendas internas e as externas registraram acréscimos de 8,1% e 7,1%, respectivamente. Nos primeiros sete meses do ano, as vendas internas subiram 9,1%, enquanto as vendas externas recuaram 4,1%, em relação às de igual período do ano anterior.

41. Outros indicadores referentes ao desempenho industrial em julho sinalizaram recuperação da atividade no mês, com variações mensais positivas do movimento de veículos pesados nas estradas com pedágio (índice ABCR) e da carga própria de energia elétrica (ONS), produção de aço bruto e expedição de papel ondulado, de acordo com dados dessazonalizados.

Expectativas e sondagens

42. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registrou redução de 4,5% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em agosto, em comparação ao do mês anterior, ao atingir 128,6 pontos, o menor patamar dos últimos nove meses. No mês, houve recuo nos dois componentes do ICC: o Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) diminuiu 6,3%, enquanto as expectativas, captadas pelo Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), recuaram 3,3%. Na comparação com o nível de agosto de 2005, o ICC apresentou expansão de 2%. De acordo com a pesquisa da Federação do Comércio do Estado do Rio de Janeiro (Fecomercio RJ) o Índice de Expectativa do Consumidor (IEC) subiu 5% em julho, em relação ao do mês anterior, e 9,4%, ante o do mesmo mês de 2005.

43. Segundo a Sondagem de Expectativas do Consumidor da FGV, que abrangeu dois mil domicílios das sete principais capitais do país, o ICC elevou-se 0,9% em julho, em relação ao do mês anterior, registrando melhora de 1,5% na avaliação da situação presente e de 0,7% nas expectativas em relação aos próximos seis meses.

44. Segundo a Sondagem Trimestral da Indústria de Transformação, realizada em julho pela FGV, as avaliações sobre a situação presente do setor industrial retrataram um quadro semelhante ao apontado no mesmo período do ano passado, com perspectiva de crescimento moderado da produção. A situação dos estoques é considerada normal. O nível médio de utilização da capacidade industrial instalada atingiu 84,9%, o maior para a época do ano desde 1980. As previsões para os próximos meses estão mais otimistas na maior parte dos quesitos, com destaque para as perspectivas mais favoráveis para o emprego industrial e para a situação geral dos negócios. A proporção de empresas que pretendem majorar preços no trimestre em curso é de 34%, ante 28% em abril, enquanto a parcela das que programam reduzi-los é de 10%, contra 17% no trimestre anterior. Quanto aos investimentos produtivos, abordados no quesito especial da sondagem, a pesquisa revela que 53,6% das empresas projetam gastos superiores aos realizados em 2005, em termos reais. O segmento com maior ímpeto para investir continua sendo o produtor de bens intermediários.

Mercado de trabalho

45. Em relação ao emprego formal, foram gerados 154.357 novos postos de trabalho em julho, distribuídos em todos os grandes setores de atividade, segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE. Após a dessazonalização da série, o índice de emprego apresentou elevação mensal de 0,4%, com destaque para a expansão de 1,3% nas contratações da construção civil. No ano, até julho, foram criados 1.078 mil postos de trabalho, comparativamente a 1.084 mil em igual período de 2005.

46. Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto passou de 10,4% em junho para 10,7% em julho, situando-se 1,3 p.p. acima da observada em julho de 2005. O aumento da taxa de desemprego em julho refletiu a expansão da população ocupada (0,4%) em menor proporção que o da PEA, que atingiu 0,8% no mês como resultado da queda do desalento, fenômeno típico do estágio atual do ciclo de expansão da economia. A média da taxa de desemprego em 2006,

até julho, situou-se em 10,2%, repetindo o patamar observado no mesmo período de 2005.

47. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas alcançou R\$1.028,50 em julho, com expansão de 3,4% em relação ao de julho de 2005, apesar do recuo de 0,7% na comparação com o do mês anterior. A massa salarial real, definida pelo produto entre o rendimento médio real habitual e o número de ocupados, cresceu 5,5% em doze meses, mesmo com a queda de 0,3% no mês.

48. No setor industrial, segundo o índice da CNI, ajustado sazonalmente pelo Banco Central, o contingente de pessoal empregado recuou 0,2% em junho, acumulando expansões de 1,4% no primeiro semestre do ano e de 2,2% em doze meses.

49. De acordo com informações do Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Sócio-Econômicos (Dieese), no primeiro semestre de 2006 foram realizadas 271 negociações salariais em todo o país, registrando-se os melhores resultados para os trabalhadores desde o início desse tipo de estudo em 1996. Em cerca de 81,9% das negociações ocorreram ganhos acima da variação acumulada do INPC em cada data-base, e em 13,7% das negociações os reajustes acompanharam a evolução do índice. Destaque-se que as negociações de reajustes salariais têm possibilitado a aplicação imediata dos índices de reajuste negociados – 97% dos casos registrados no primeiro semestre de 2006.

Crédito e inadimplência

50. O saldo das operações de crédito referencial para taxas de juros com recursos livres cresceu 1,3% em julho, acumulando variação de 22% em doze meses. Em relação às operações com pessoas físicas, as taxas de crescimento atingiram 1,5% no mês e 28,2% em doze meses, registrando-se, nessa base de comparação, acréscimos de 30,1% e 33,8%, respectivamente, nas operações de crédito pessoal e de aquisição de veículos. Em relação às carteiras de pessoas jurídicas, as operações com recursos domésticos recuaram 0,2% no mês e aumentaram 20,1% em doze meses, enquanto as lastreadas em recursos externos aumentaram 5,3% no mês e 9,3% em doze meses.

51. A taxa média ativa de juros incidente sobre as operações de crédito recuou novamente em julho, atingindo 42,2% a.a., 5 p.p. inferior ao patamar verificado em julho de 2005. Nas operações com pessoas físicas, a taxa média atingiu 54,3% a.a., ante 61,3% a.a. no mesmo mês de 2005, enquanto nas contratadas com pessoas jurídicas registrou-se redução de 4,7 p.p. para 28,3% a.a., no mesmo período.

52. A taxa de inadimplência alcançou 4,8% em julho, considerando-se as operações de crédito com recursos livres com atraso superior a noventa dias, registrando 2,4% nas operações com pessoas jurídicas e 7,5% no segmento de pessoas físicas.

53. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, recuou de 5% em junho para 3,9% em julho, resultado que refletiu o aumento de 6% no número de registros cancelados e a queda de 2,6% no número de novos registros no período. No ano, até julho, a taxa média de inadimplência atingiu 6%, repetindo o resultado observado no mesmo período de 2005.

Ambiente externo

54. Após a pausa no longo ciclo de aperto monetário em agosto, persistem incertezas sobre o futuro próximo da política do Fed e da economia norte-americana. Há evidências de pressões inflacionárias e os dados recentes mostram queda maior que a esperada nas vendas de imóveis, acentuando o temor de desaceleração mais forte da economia norte-americana.

55. Nos últimos dias, esse receio provocou volatilidade nos mercados, principalmente nos mercados acionários norte-americanos que, associado a fatores como a extensão das férias de verão e o final da temporada de balanços, reduziram a liquidez. Além disso, as ações de empresas produtoras de *commodities* que estavam com preços historicamente elevados vêm enfrentando maior pressão vendedora, por serem mais sensíveis aos efeitos de uma possível desaceleração mais acentuada na economia mundial.

56. Por outro lado, permanecem as perspectivas de crescimento do Japão e da Área do Euro, embora os riscos de aumentos de preços ainda estejam presentes

e possam ser mais elevados que o esperado na zona do Euro.

57. Buscando conter o forte ritmo de expansão do PIB, estimado em 10,9% no primeiro semestre deste ano, o Banco Central da China aumentou em 27 pontos-base suas taxas de empréstimo e depósito de um ano, uma vez que as taxas de juro locais estavam muito baixas para o atual ambiente de investimentos. A taxa de empréstimo de um ano subiu para 6,12%, e a taxa de depósito de um ano avançou para 2,52%.

58. Os preços do petróleo permaneceram voláteis e elevados devido a fatores geopolíticos. Porém, de acordo com analistas e instituições especializadas, a tendência é de acomodação de preços com a redução dos conflitos no Oriente Médio e menores preocupações com os estoques estratégicos de combustíveis nos Estados Unidos. Além disso, espera-se que a produção de petróleo se eleve em 2007, devido à entrada em operação de vários projetos na Arábia Saudita, Nigéria e Angola.

Comércio exterior e reservas internacionais

59. O comércio exterior brasileiro, em julho, continuou sua trajetória de expansão, registrando novos recordes históricos em todos os resultados. A corrente de comércio atingiu US\$21,6 bilhões, e o superávit comercial, US\$5,6 bilhões. Considerando-se o período de sete meses, as exportações atingiram US\$74,5 bilhões, as importações, US\$49,4 bilhões, o saldo comercial, US\$25,2 bilhões, e a corrente de comércio, US\$123,9 bilhões. Em agosto, até a quarta semana (dezenove dias úteis), o saldo comercial atingiu US\$3,9 bilhões, resultado de US\$11,5 bilhões de exportações e US\$7,6 bilhões de importações.

60. As exportações alcançaram US\$13,6 bilhões em julho. O valor médio diário atingiu US\$648,7 milhões, 23,1% superior ao observado em julho de 2005. As médias diárias das exportações de produtos manufaturados, semimanufaturados e básicos atingiram US\$323 milhões, US\$89,9 milhões e US\$221,7 milhões, respectivamente, todos valores recordes, com acréscimos de 21,1%, 33,6% e 21% na comparação com as médias de julho do ano anterior. Os três principais itens de exportação foram produtos básicos: minério de ferro, US\$1,1 bilhão; soja em

grão, US\$978 milhões, e óleos brutos de petróleo, US\$870 milhões, com acréscimos respectivos de 63,9%, 46,6% e 2,4% sobre os valores registrados em julho de 2005.

61. Entre os produtos semimanufaturados, destacaram-se as vendas de açúcar em bruto, US\$515 milhões, crescimento de 118,3%, e de ferro fundido, US\$200 milhões. Na pauta de produtos manufaturados houve recuo de 3,7% nas exportações do principal item, automóveis, para US\$397 milhões, e acréscimos de 54,3% em óleos combustíveis e de 283,4% em álcool etílico, respectivamente, US\$372 milhões e US\$289 milhões. O processo de diversificação da pauta de exportações brasileiras continuou sendo evidenciado pelo aumento generalizado nos embarques, particularmente de itens manufaturados com pequena participação na pauta, comportamento que tem sido acompanhado pela ampliação de mercados de destino.

62. As importações atingiram US\$8 bilhões em julho, com valor médio diário de US\$380,2 milhões, 31,8% superior ao mesmo mês de 2005. As compras externas registraram aumentos em todas as categorias de produtos, considerando-se as médias diárias: bens de consumo, 52,8%, destacando-se automóveis com 254,9%; combustíveis e lubrificantes, 42%; bens de capital, 28,3%; e matérias-primas e bens intermediários, 26,1%.

63. Ao final de julho, as reservas internacionais situaram-se em US\$66,8 bilhões, com aumento de US\$4,1 bilhões em relação ao final de junho.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

64. Após a reunião do Copom de julho, a curva de juros futuros apresentou queda das taxas para todos os prazos. Entre 17 de julho e 28 de agosto, as taxas de 1, de 3 e de 6 meses declinaram 0,36 p.p., 0,34 p.p. e 0,30 p.p., respectivamente, influenciadas pela decisão do Copom, pela trajetória benigna da inflação e pela expectativa de continuidade da redução da meta para a taxa Selic. As taxas de médio e longo prazo, apesar de apresentarem maior oscilação, registraram quedas significativas, refletindo a melhora do cenário externo ocorrida principalmente após a decisão do FOMC de

manter inalterada a taxa básica de juros norte-americana na reunião de agosto e, ainda, a divulgação de diversos indicadores favoráveis daquela economia. As taxas de 1, de 2 e de 3 anos recuaram, respectivamente, 0,33 p.p., 0,66 p.p. e 0,79 p.p. A taxa real de juros medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses caiu de 9,75%, em 17 de julho, para 9,31%, em 28 de agosto.

65. Em 20 de julho e 17 de agosto, o Banco Central realizou leilões de *swap* cambial nos quais assumiu posição ativa em variação cambial e passiva em taxa de juros doméstica. Com essas duas operações, que totalizaram o equivalente a US\$2,8 bilhões, foram rolados, respectivamente, os vencimentos de *swap* de 1º de agosto e de 1º de setembro. Em 2006, o resgate líquido de instrumentos cambiais acumula US\$11,3 bilhões.

66. Na administração da liquidez no mercado de reservas bancárias, o Banco Central manteve as operações compromissadas semanais de prazos de três e de cinco meses e de rentabilidade prefixada, assim como as operações de nivelamento ao final do dia, com prazo de até dois dias úteis. Além disso, entre 18 de julho e 28 de agosto, o Banco Central atuou em 27 oportunidades por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, sendo 24 destinadas a retirar recursos do sistema bancário. No período, o saldo diário médio das operações de prazo de três e de cinco meses alcançou R\$64,0 bilhões, sendo R\$57,4 bilhões em operações de cinco meses. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$32,8 bilhões.

67. No mesmo período, com o objetivo de reduzir o excesso de liquidez bancária previsto para o quarto trimestre de 2006, o Banco Central realizou seis leilões de venda de Letras do Tesouro Nacional (LTN) de vencimento em janeiro de 2007, de sua carteira, conjugada a compra de LTN de vencimento em outubro de 2006. O volume financeiro dessas operações totalizou R\$5,2 bilhões.

68. Entre 18 de julho e 28 de agosto, o Tesouro Nacional captou R\$29,8 bilhões mediante a venda, em leilões, de títulos de remuneração prefixada, sendo

R\$27,0 bilhões com LTN de vencimento em 2007, 2008 e 2009 e R\$2,8 bilhões com Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) de vencimento em 2012 e 2014. Nos leilões de venda de Letras Financeiras do Tesouro (LFT), foram emitidos R\$24,7 bilhões em títulos de vencimento em 2009 e 2011. As vendas de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B)

alcançaram R\$7,9 bilhões no período, com emissão de títulos de vencimento em 2009, 2011, 2015, 2024, 2035 e 2045. O Tesouro também realizou leilões de resgate antecipado de LTN de vencimento em 1º de outubro e de NTN-B de diversos vencimentos, cujos volumes alcançaram, respectivamente, R\$1,9 bilhão e R\$276 milhões.

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 Antonio Tombini
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

João Antônio Fleury Teixeira
Diretor

Mário Magalhães Carvalho Mesquita
Diretor

Paulo Sérgio Cavalheiro
Diretor

Paulo Vieira da Cunha
Diretor

Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Afonso Sant'Anna Bevilaqua
Diretor

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

João Antônio Fleury Teixeira
Diretor

Mário Magalhães Carvalho Mesquita
Diretor

Paulo Sérgio Cavalheiro
Diretor

Paulo Vieira da Cunha
Diretor

Rodrigo Telles da Rocha Azevedo
Diretor

Demais participantes

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

Ivan Luis Gonçalves de Oliveira Lima
Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

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

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira
Chefe do Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin)

Renato Jansson Rosek
Gerente-Executivo da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)

Siglas

ACSP	Associação Comercial de São Paulo
Aladi	Associação Latino-Americana de Integração
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BoJ	Banco do Japão
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CCR	Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos
Cide	Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Copom	Comitê de Política Monetária
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal interna
Embi+	<i>Emerging Market Bond Index Plus</i>
Emgea	Empresa Gestora de Ativos
EUA	Estados Unidos da América
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
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 Getúlio Vargas
FIDC	Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios
FMI	Fundo Monetário Internacional
FMP-FGTS	Fundos Mútuos de Privatização com recursos do FGTS
FMP-FGTS CL	Fundos Mútuos de Privatização – Carteira Livre
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
ICC	Índice de Confiança do Consumidor

ICEA	Índice das Condições Econômicas Atuais
Icei	Índice de Confiança do Empresário Industrial
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP-10	Índice Geral de Preços – 10
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
Inec	Índice Nacional de Expectativas do Consumidor
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPA	Índice de Preços por Atacado
IPA-DI	Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-Br	Índice de Preços ao Consumidor – Brasil
IPC-DI	Índice de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna
LFT	Letras Financeiras do Tesouro Nacional
Loas	Lei Orgânica da Assistência Social
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
Nasdaq	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation</i>
NFSP	Necessidades de Financiamento do Setor Público
NTN-D	Nota do Tesouro Nacional – Série D
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
p.b.	Pontos base
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
PIM	Pesquisa Industrial Mensal
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Pessoa Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
p.p.	Pontos percentuais
S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
SCPC	Serviço Central de Proteção ao Crédito
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SPC	Secretaria de Previdência Complementar
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
VIX	Índice de Volatilidade CBOE S&P 500