

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.

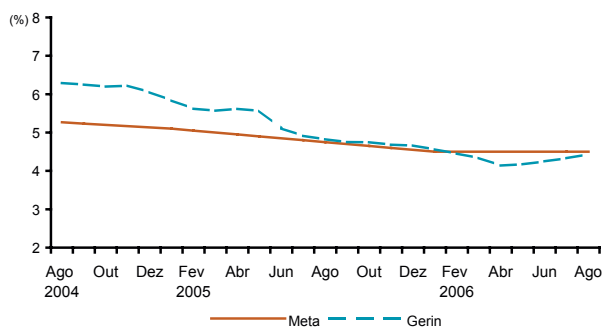
O recuo da inflação plena ao longo de 2006 também se refletiu nas medidas de núcleo calculadas pelo Banco Central. Depois de registrar deflações em maio (-0,03%) e em junho (-0,16%), o núcleo por exclusão de preços administrados e de alimentos no domicílio situou-se em 0,14% em julho e 0,13% em agosto, 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

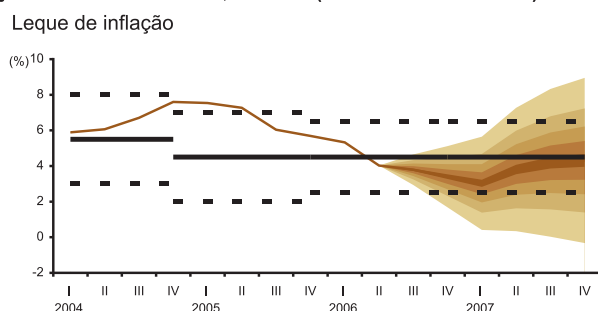
trimestre de 2006, as projeções passaram de 14,41% para 14,10%; enquanto, para o último trimestre de 2007, passaram de 13,08% para 12,88%. Essa trajetória é consistente com *spreads* de -14 p.b. para o *swap* pré-DI de seis meses, no último trimestre de 2006; e de -32 p.b., no último trimestre de 2007. 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

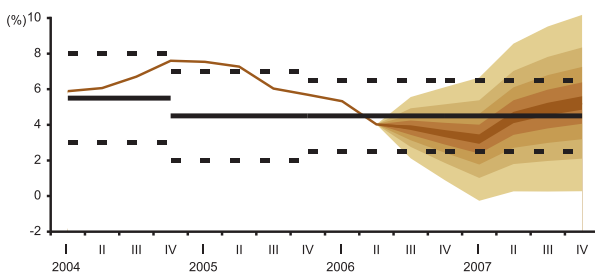
Obs.: Inflação acumulada em 12 meses em % a.a.

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.

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.

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

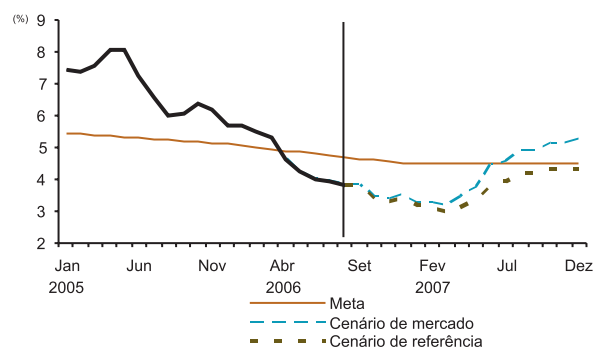
redução na projeção de inflação para 2006, relativamente ao valor constante do último “Relatório de Inflação”, implicou redução da probabilidade de descumprimento da meta de inflação para 2006, que praticamente se anulou, ante os 8% registrados em junho. A projeção de inflação para 2007 permanece igual 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



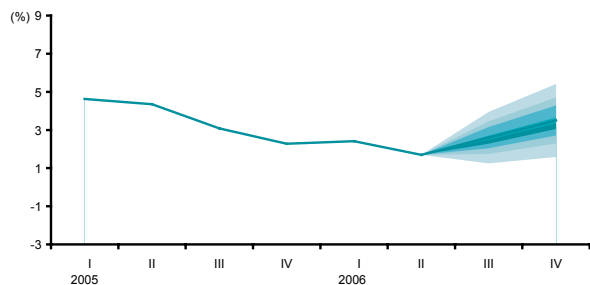
De acordo com o Gráfico 6.4, mantém-se a tendência de recuo nas projeções para a inflação acumulada em doze meses, até o primeiro trimestre de 2007, com posterior elevação até o fim desse ano, conforme diagnosticado nos últimos Relatórios de Inflação. Entretanto, diferentemente do último Relatório, quando 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

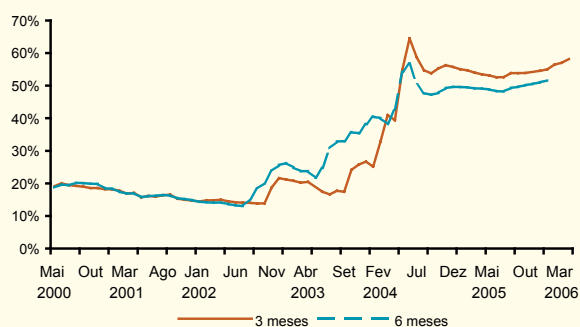
para correlação serial e heterocedasticidade. Com base nos testes de Wald para os coeficientes α e β (colunas 5 e 6), não se pode rejeitar a hipótese nula de que o coeficiente β seja igual a 1, em linha com a hipótese das expectativas. Por sua vez, o coeficiente α se mostra significativamente diferente 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

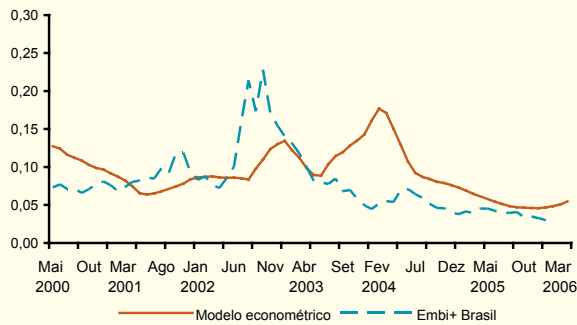
Gráfico 1 – Evolução do R² ajustado das equações de previsão da taxa Selic 3 e 6 meses à frente



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 boxe 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

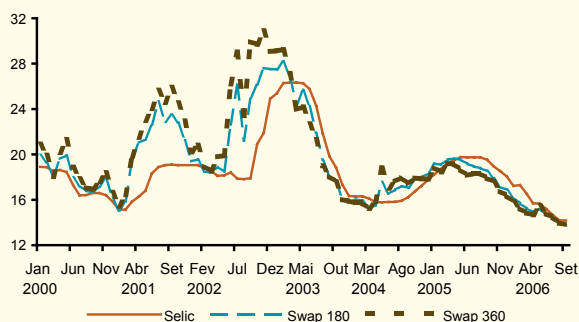
1/ Deflacionada pela expectativa de inflação 12 meses à frente, suavizada.

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.

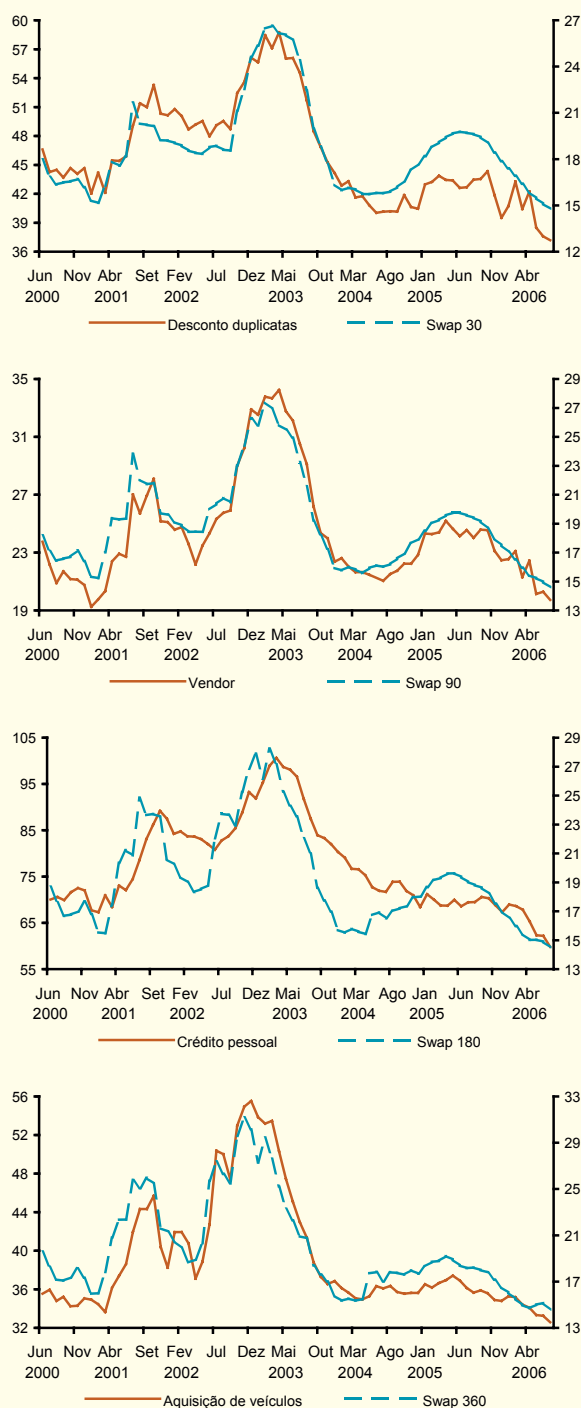
Esse movimento de antecipação da redução das taxas longas (o *swap* de 360 dias) também ocorreu em 2005 (Tabela 2). As taxas longas começaram a cair a partir de abril de 2005, cinco meses antes do início do processo de relaxamento monetário, mas o fizeram inicialmente de forma menos pronunciada do que 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



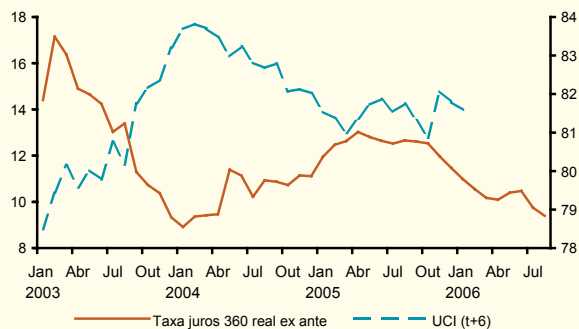
Diante do exposto, a evolução recente da estrutura a termo não constitui desenvolvimento inédito, nem configura perda de efetividade da política monetária. Ao contrário, o que se observa é que a trajetória das taxas longas parece ter ficado mais sensível aos movimentos correntes e esperados da taxa básica 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.