

## 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.