



Relatório de Inflação

2007



Setembro 2007
Volume 9 – Número 3



BANCO CENTRAL
DO BRASIL

Relatório de Inflação

2007



Setembro 2007
Volume 9 – Número 3

ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 9	nº 3	set.	2007	P. 1-165
-----------------------	----------	------	------	------	------	----------

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 9, nº 3.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil
Secre/Surel/Dimep
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 1º andar
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: 780 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 Comércio varejista	14
1.2 Produção	21
Agropecuária	21
Lavoura	21
Pecuária	22
Produção industrial	22
1.3 Mercado de trabalho	25
Emprego	25
Rendimentos	26
1.4 Produto Interno Bruto	27
1.5 Investimentos	29
1.6 Conclusão	30
Preços	31
2.1 Índices gerais	31
2.2 Índices de preços ao consumidor	32
Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo	32
2.3 Preços monitorados	33
2.4 Núcleo de inflação	34
2.5 Expectativas de mercado	34
2.6 Conclusão	36
Políticas creditícia, monetária e fiscal	37
3.1 Crédito	37
Operações de crédito com recursos direcionados	44
Operações de crédito com recursos livres	45
3.2 Agregados monetários	50
Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto	51
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	53

Mercado de capitais	53
Aplicações financeiras	54
3.3 Política fiscal	55
Necessidades de financiamento do setor público	56
Dívida mobiliária federal	60
Dívida Líquida do Setor Público	60
3.4 Conclusão	61

Economia internacional **65**

4.1 Atividade econômica	65
4.2 Política monetária e inflação	67
4.3 Mercados financeiros internacionais	68
4.4 Comércio mundial	72
4.4.1 <i>Commodities</i>	73
4.4.1.1 Petróleo	73
4.5 Conclusão	73

Setor externo **79**

5.1 Movimento de câmbio	81
5.2 Comércio de bens	81
5.3 Serviços e renda	85
5.4 Conta financeira	86
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	88
5.6 Conclusão	89

Perspectivas para a inflação **97**

6.1 Determinantes da inflação	98
6.2 Cenário principal: pressupostos e riscos associados	108
6.3 Previsão de inflação	116

Boxes

Comércio Varejista – Efeitos das Transferências e do Crédito	17
Fases de Crescimento do Crédito	39
Operações de <i>Leasing</i> do Sistema Financeiro Nacional	46
Turbulência Financeira Internacional: Mecanismos de Transmissão	75
Projeções do Balanço de Pagamentos	91
Política Monetária e Defasagens do Mecanismo de Transmissão	120
Rigidez de Preços no Brasil	125

Anexo **129**

Apêndice **159**

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) em 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. Em 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, decorrentes das decisões de política monetária e das condições reais da economia que independem 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 as 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 economia brasileira manteve-se em expansão no primeiro semestre de 2007, com o forte crescimento da demanda, especialmente no que se refere ao consumo das famílias e à formação bruta de capital fixo. Dessa forma, estabelecem-se condições favoráveis à aceleração da produção, que tem sido complementada pelas importações, as quais vêm se constituindo em importante fator para mitigar desequilíbrios entre a oferta e a demanda. A indústria brasileira apresentou os melhores resultados desde 2004, e as perspectivas são de continuidade do processo nos próximos meses, como sinalizam as expectativas dos empresários e o dinamismo das importações de bens de capital. Destaca-se forte aceleração no segundo trimestre, com crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) industrial (1,3%), taxa marcadamente mais elevada do que a anotada no primeiro trimestre (0,4%), de modo que esse setor liderou o crescimento da economia e contrariou análises mais pessimistas sobre o dinamismo do setor manufatureiro brasileiro.

A recuperação dos investimentos favorece a sustentabilidade do presente ciclo de crescimento. Além disso, é uma evidência manifesta da diminuição das incertezas macroeconômicas verificadas nos últimos anos, processo que, em boa medida, reflete a ação da política monetária comprometida com a estabilidade de preços. Cabe notar que as expectativas favoráveis dos empresários em relação à continuidade do crescimento, ao aumento da renda agrícola e às melhores condições de crédito sustentam a avaliação de que os investimentos continuarão a apresentar desempenho favorável. Esses fatores de sustentação do investimento deverão sobrepujar eventual elevação dos custos de financiamento associada a mais volatilidade financeira. Tendo em vista o comportamento recente das taxas de utilização da capacidade, a aceleração da expansão dos investimentos será fundamental para evitar que, nos próximos trimestres, aprofunde-se o descompasso verificado entre a evolução da oferta e a da demanda agregada nos últimos trimestres, o qual pode elevar o risco de aceleração inflacionária.

Em relação ao consumo, a evolução benigna dos mercados de crédito e de trabalho, bem como o aumento das transferências, tem garantido o aumento das vendas no comércio varejista. A despeito do recuo marginal, a massa salarial real apresentou aumento expressivo (6,8%) nos primeiros oito meses do ano, em comparação com o mesmo período de 2006, o que reforça as evidências de que a massa salarial real constitui importante fator de sustentação ao crescimento da demanda agregada. As expectativas para os próximos meses sugerem relativa acomodação no ritmo de crescimento do consumo, associada tanto à elevação menos acentuada da renda disponível, em decorrência do comportamento dos preços dos alimentos, quanto a eventuais reflexos da crise nos mercados financeiros internacionais sobre a confiança dos consumidores e sobre o custo do crédito. Esse desenvolvimento, entretanto, não deverá conter o dinamismo da demanda interna, que deverá sustentar o crescimento da economia.

A evolução dos agregados monetários e a trajetória de crescimento das operações de crédito do sistema financeiro também evidenciam a continuidade da expansão da demanda interna. As condições mais favoráveis à expansão da oferta de crédito vêm tornando possível o atendimento de crescente demanda por recursos bancários, especialmente a de operações voltadas ao financiamento do consumo das famílias. Nesse sentido, merecem destaque o crescimento expressivo observado nas carteiras de crédito consignado, de aquisição de veículos, de arrendamento mercantil e de cartão de crédito. Por sua vez, a demanda por crédito pelas pessoas jurídicas também se manteve crescente, mesmo em contexto de consolidação das emissões primárias de títulos privados no mercado de capitais como fonte alternativa de financiamento de longo prazo. De modo geral, portanto, o mercado de crédito não parece, até o momento, ter sido impactado de forma relevante nem pelo comportamento da inadimplência nem pelo aumento da volatilidade observado nos mercados nos últimos meses.

A condução da política fiscal assegura o cumprimento das metas para este ano e indica sua continuidade nos exercícios seguintes. As atuais diretrizes da política fiscal, aliadas ao cenário macroeconômico benigno, particularmente no que se refere ao crescimento do produto e à condução da política monetária, constituem indicativos de manutenção da trajetória descendente da relação dívida/PIB. Assinale-se que a atual composição da dívida líquida, ao adicionar graus de liberdade à sua administração, neutraliza impactos originados de

turbulências no ambiente econômico externo e, em consequência, evita a adoção de medidas fiscais mais restritivas em momentos de mais estresse.

A evolução das contas externas mostra solidez, a despeito do aumento da incerteza sobre o nível de atividade na economia global. Os saldos da balança comercial, estimulados pela sustentação do dinamismo das exportações, permanecem expressivos e devem alcançar, pelo terceiro ano consecutivo, o patamar de US\$40 bilhões. Esse desempenho é alcançado em ambiente de crescimento das importações, em linha com a forte expansão da demanda agregada. Por sua vez, os seguidos superávits da conta corrente, associados à estabilização da inflação e à aceleração do crescimento da economia, têm favorecido o ingresso expressivo, em termos líquidos, de capitais sob a forma de investimentos estrangeiros diretos, ações e títulos de renda fixa negociados no país. O cenário favorável deve se estender ao próximo ano. Entretanto, apesar de o desempenho da balança comercial surpreender muitos analistas, parece que o esperado processo de arrefecimento da geração de superávits se iniciou. Esse processo é determinado tanto pelo efeito preço, consubstanciado nos movimentos da taxa real de câmbio, como pelo efeito renda, consubstanciado na maior expansão da demanda agregada. Não obstante, esse movimento sinaliza um natural e saudável ajustamento das contas externas rumo ao equilíbrio de longo prazo.

Associado ao fortalecimento das contas externas, tem-se dado continuidade à política de ampliação das reservas internacionais, bem como à de redução e de melhora do perfil do endividamento externo. Como reflexo desse desenvolvimento, ao longo do ano, os níveis de risco atribuídos aos títulos soberanos brasileiros registram mínimos históricos, a despeito dos episódios de turbulência nos mercados financeiros internacionais. Isso fortalece a perspectiva de que a dívida soberana do Brasil passe a ser classificada como grau de investimento (*investment grade*) por agências especializadas. De fato, recentemente, a agência de risco *Moody's* concluiu a revisão da classificação de risco de crédito da dívida soberana do país, elevando-a de Ba2 para Ba1, em moeda estrangeira. Dessa forma, a classificação de risco do país está a um nível do *investment grade*, segundo as três maiores agências de avaliação, *Fitch*, *Moody's* e *Standard&Poors*.

A continuidade dos fluxos financeiros em patamar elevado, especialmente no que diz respeito aos investimentos estrangeiros diretos, sugere que o ambiente de mais volatilidade nos mercados financeiros internacionais não

impactou de forma relevante a percepção de risco que os investidores internacionais associam à economia brasileira. Nesse sentido, ainda que os níveis de liquidez nos mercados financeiros internacionais não retornem ao padrão vigente antes da crise no segmento *subprime* do mercado imobiliário norte-americano, a diferenciação dos bons fundamentos da economia brasileira, em relação aos de outras economias emergentes, deve continuar sustentando o ingresso de capitais externos.

O cenário benigno para os preços ao consumidor que vinha se materializando, com mais intensidade, desde meados do ano passado, arrefeceu. Esse desenvolvimento, ao menos em parte, não constitui surpresa, conforme registrado em Relatórios anteriores e em Notas de reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), pois se antecipava que a inflação acumulada de doze meses iria se acelerar no terceiro trimestre. Apesar de a aceleração haver sido mais intensa do que se esperava, a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) evolui de acordo com a trajetória de metas. Por outro lado, é importante destacar que, em momentos como o atual, a prudência na condução da política monetária adquire papel ainda mais importante, uma vez que a deterioração do balanço dos riscos inflacionários reduz a margem de segurança da política monetária.

A projeção central associada ao cenário de referência indica inflação de 4,0% em 2007, 0,5 p.p. acima da projeção constante do último Relatório. Esse valor é inferior ao valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Por sua vez, o valor de 4,2% projetado para a inflação acumulada em 2008, segundo o cenário de referência, também se encontra acima (0,1 p.p.) do registrado no último Relatório. Segundo o cenário de referência, portanto, desde junho ganhou *momentum* a tendência de convergência da variação do IPCA acumulada em doze meses para o valor central da meta de inflação ao longo do horizonte de projeção.

No cenário de mercado, de modo geral, as projeções para os dois últimos trimestres de 2007 são similares aos valores encontrados para o cenário de referência. As projeções para o acumulado em doze meses, como verificado no cenário de referência, indicam aceleração no terceiro trimestre e desaceleração no último, encerrando o ano em 3,9%. A projeção para a inflação acumulada em quatro trimestres apresenta elevação em 2008, alcançando 4,3% no último trimestre.

A comparação dos valores apresentados neste Relatório com os divulgados no Relatório anterior mostra, segundo o cenário de referência, elevação de 0,5 p.p. e de 0,1 p.p. nas projeções de inflação, respectivamente, para 2007 e 2008, o que reflete, fundamentalmente, efeitos associados à redução de 75 p.b. na taxa Selic desde junho de 2007. No caso do cenário de mercado, também se verifica elevação das projeções inflação para 2007 (0,4 p.p.), mas recuo para 2008 (0,3 p.p.), essencialmente devido à redução das expectativas de depreciação do câmbio nominal ao longo do horizonte de projeção considerado.

De acordo com o cenário de referência, a projeção de crescimento do PIB em 2007 permanece estável em 4,7%, valor constante do “Relatório de Inflação” de junho deste ano.

A evolução da demanda interna ratificou, mais uma vez, o cenário de aceleração do ritmo da atividade econômica delineado nos Relatórios de Inflação anteriores. Assim, as vendas no comércio varejista registram altas expressivas, trajetória observada desde o terceiro trimestre do ano passado. Esse movimento é estimulado, no ciclo de expansão de 2006-2007, pelas melhores condições do mercado de crédito, com desdobramentos, em especial, sobre os segmentos veículos e móveis e eletrodomésticos. A expansão dos investimentos também é acentuada desde o terceiro trimestre de 2006, superando, em todos os trimestres, tanto o crescimento médio da economia quanto o aumento do consumo das famílias.

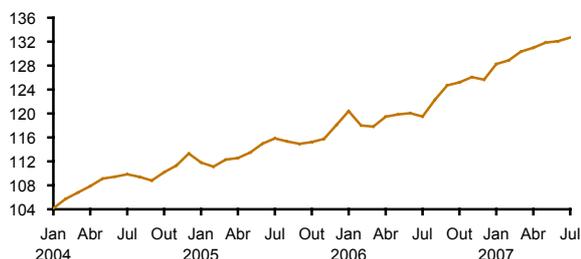
O crescimento da demanda interna tem criado condições favoráveis para retomada da produção e para continuidade do aumento das importações. A indústria brasileira apresenta os melhores resultados desde 2004 e convive com o ciclo de crescimento mais longo desde o início dos anos 90, processo que deverá persistir, nos próximos meses, tendo em vista tanto as expectativas dos empresários quanto o dinamismo das importações de bens de capital. Assinale-se, ainda, a relevância do crescimento das importações como fator de equilíbrio entre a oferta e a demanda.

Esse cenário de crescimento sustentado deverá prosseguir nos próximos meses, mesmo no ambiente de mais volatilidade nos mercados internacionais, decorrente da recente crise no segmento *subprime* do mercado de crédito hipotecário dos Estados Unidos da América (EUA), traduzindo a robustez dos fundamentos atuais da economia brasileira. Cabe adicionar que, até o princípio de setembro, o aumento da volatilidade nos mercados financeiros não havia afetado os indicadores de confiança dos empresários e dos consumidores.

1.1 Comércio varejista

Gráfico 1.1 – Índice de volume de vendas no varejo – Total

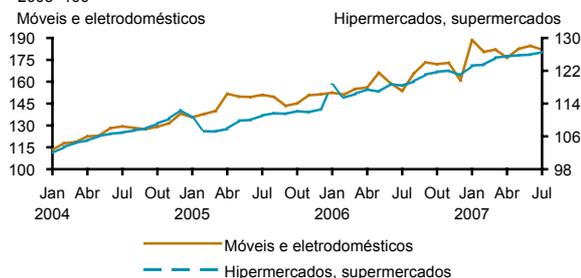
Dados dessazonalizados
2003=100



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2 – Índice de volume de vendas no varejo – Segmentos selecionados

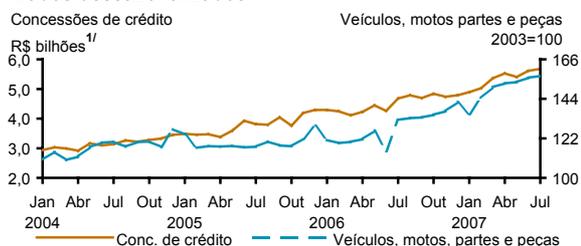
Dados dessazonalizados
2003=100



Fonte: IBGE

Gráfico 1.3 – Índice de volume de vendas no varejo e concessões de crédito

Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

1/ Operações de crédito a pessoa física com recursos livres, para aquisição de veículos, a preços de julho de 2007.

Tabela 1.1 – Índice de vendas no varejo – Brasil

Julho de 2007

Discriminação	Variação % acumulada no ano		
	Receita nominal	Volume	Preços
Comércio varejista	10,7	9,7	0,9
Combustíveis e lubrificantes	2,0	5,4	-3,2
Hiper, supermercados	10,9	6,6	4,0
Tecidos, vestuário e calçados	14,4	10,1	3,9
Móveis e eletrodomésticos	12,4	16,7	-3,7
Comércio varejista ampliado	13,8	13,6	0,2
Automóveis e motocicletas	20,3	22,9	-2,1
Material de construção	13,2	9,5	3,4

Fonte: IBGE

O ritmo de crescimento das vendas no comércio varejista apresentou aceleração no final do segundo e no início do terceiro trimestre de 2007, estimulado tanto pelo desempenho de segmentos mais relacionados à evolução do crédito quanto pelo maior dinamismo em regiões cuja renda é relacionada de forma mais intensa ao setor agropecuário. O cenário benigno no mercado de crédito, expresso em redução de taxas e alongamento de prazos, juntamente com as melhores condições no mercado de trabalho, o patamar elevado das expectativas do consumidor e a elevação da renda agrícola constituem-se em fatores indicativos da continuidade do ritmo crescente do volume de vendas nos próximos meses.

De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o volume de vendas no varejo registrou alta de 1,6% no trimestre encerrado em julho de 2007, comparativamente ao trimestre encerrado em abril, considerada a série ajustada sazonalmente. Todos os segmentos, à exceção de combustíveis e lubrificante, cujas vendas recuaram 2,2%, apresentaram resultados positivos nessa base de comparação, com ênfase em tecidos, vestuário e calçados, 5,4%, e móveis e eletrodomésticos, 1,9%. O aumento das vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças, segmento que não integra o índice geral, atingiu 4,1% no trimestre.

As vendas do comércio varejista ampliado, conceito que incorpora os segmentos materiais de construção e automóveis, motocicletas, partes e peças, cresceram 14,8% no trimestre encerrado em julho de 2007, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, traduzindo o crescimento expressivo das vendas em setores cujo desempenho é mais relacionado às condições de crédito.

As vendas de material de construção cresceram 12,3% no período. As vendas desse segmento registram aceleração desde fevereiro, confirmando as expectativas constantes do "Relatório de Inflação" de junho de 2007. Essa tendência deverá permanecer inalterada nos próximos meses, evidenciando as medidas de incentivo ao setor e as condições favoráveis de crédito de longo prazo.

As vendas do comércio varejista cresceram 9,7% nos sete primeiros meses de 2007, em relação ao mesmo período de 2006, ante 5,2% no período correspondente do ano anterior, registrando crescimento generalizado quando

Tabela 1.2 – Índice de volume de vendas no varejo

Discriminação	Variação percentual			
	2007			
	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês^{1/}				
Comércio varejista	0,5	0,6	0,2	0,5
Combustíveis e lubrificantes	-1,4	-1,0	0,0	-0,5
Hiper, supermercados	0,3	0,2	0,1	0,5
Tecidos, vestuário e calçados	-2,5	7,6	-0,3	-3,4
Móveis e eletrodomésticos	-3,0	3,5	1,1	-1,4
Automóveis e motocicletas	1,4	0,4	1,6	0,6
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	2,7	2,7	1,9	1,6
Combustíveis e lubrificantes	2,3	0,1	-1,9	-2,2
Hiper, supermercados	2,2	2,4	1,4	1,1
Tecidos, vestuário e calçados	0,0	3,2	3,5	5,4
Móveis e eletrodomésticos	3,2	2,1	-1,3	1,9
Automóveis e motocicletas	7,9	8,2	7,2	4,1
No ano				
Comércio varejista	9,2	9,5	9,8	9,7
Combustíveis e lubrificantes	5,3	5,4	5,4	5,4
Hiper, supermercados	6,4	6,8	7,0	6,6
Tecidos, vestuário e calçados	6,1	8,6	10,0	10,1
Móveis e eletrodomésticos	18,5	16,5	16,4	16,7
Comércio varejista ampliado	12,6	12,9	13,6	13,6
Materiais de construção	7,2	9,3	9,7	9,5
Automóveis e motocicletas	21,3	21,1	23,0	22,9

Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados. As séries de comércio varejista ampliado e materiais de construção foram iniciadas em janeiro de 2005, e portanto não possuem dados com ajuste sazonal.

consideradas por unidades da Federação. Embora os aumentos nas regiões Nordeste e Norte sejam mais elevados, atingindo 29,2% em Alagoas; 15,9% no Maranhão; 13,9% no Acre; e 13,9% em Tocantins, o comportamento das vendas acumuladas em 2007 esteve relacionado, fundamentalmente, à sua recuperação nas regiões Sul e Centro-Oeste, onde, após aumentarem 0,6% e 2,1%, respectivamente, nos sete primeiros meses de 2006, elevaram-se 8% e 9,7% no período correspondente de 2007.

A receita nominal do comércio varejista aumentou 10,7% nos sete primeiros meses de 2007 em relação ao mesmo período do ano anterior, resultado de elevações de 9,7% no volume de vendas e de 0,9% no de preços, superando, em todos os segmentos pesquisados, à exceção de combustíveis e lubrificantes, a inflação de 3,2% mensurada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para o período. Os segmentos que apresentaram crescimento mais acentuado da Receita Nominal, no período, foram automóveis, motos, partes e peças, 20,3%; tecidos, vestuário e calçados, 14,4%; e material de construção, 13,2%.

O cenário favorável relacionado às vendas no varejo é ratificado pela evolução de outros indicadores do comércio. As vendas de veículos pelas concessionárias, divulgadas pela Federação Nacional de Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrade), cresceram 7,7% no trimestre finalizado em agosto, em relação ao trimestre encerrado em maio, considerados os dados dessazonalizados. Até agosto, foram vendidos 1.237.504 automóveis, resultado 30,1% e 7,4% superior aos assinalados nos períodos correspondentes do ano anterior e de 1997, respectivamente, quando as vendas do setor constituíram-se em recorde histórico.

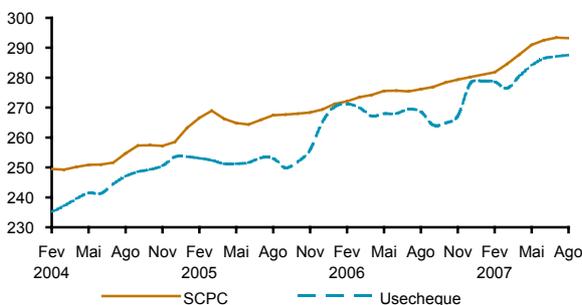
De acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), as consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC), refletindo o desempenho das vendas dos bens de maior valor agregado, cresceram 0,8% no trimestre encerrado em agosto, em relação ao trimestre finalizado em maio, vigésimo quinto mês consecutivo de crescimento nessa base de comparação. O número de consultas ao SCPC cresceu 1,2%, no período, apresentando, pelo quinto mês consecutivo, resultado positivo.

Os indicadores de inadimplência registraram, no final do segundo trimestre de 2007 e no início do terceiro, relativa estabilidade em relação a períodos correspondentes em 2006. No âmbito da ACSP, a inadimplência atingiu 5,8% em agosto, ante 5,6% no mesmo período do ano anterior e,

Gráfico 1.4 – Indicadores de comércio varejista

Dados dessazonalizados – Média móvel trimestral

1992=100



Fonte: ACSP

Tabela 1.3 – Indicadores de inadimplência

Discriminação	%					
	2007					Ano ^{1/}
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	
Cheques devolvidos ^{2/}						
Brasil	6,4	6,6	6,2	6,1	6,0	6,4
Norte	9,8	10,0	9,2	9,3	9,4	9,6
Nordeste	9,6	9,9	9,2	9,2	9,2	9,4
Sudeste	5,8	6,0	5,6	5,5	5,3	5,8
Centro-Oeste	7,1	7,4	7,0	6,9	6,7	7,2
Sul	5,9	6,2	5,7	5,6	5,6	6,0
SCPC (SP) ^{3/}	8,1	8,0	5,1	4,5	5,8	6,3

Fonte: Banco Central do Brasil e ACSP

1/ Média no ano.

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

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

considerada a relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados, alcançou 6% e 6,2%, respectivamente. As maiores taxas ocorreram no Norte e no Nordeste, em linha com a evolução acentuada das vendas no varejo em tais regiões.

As pesquisas destinadas à avaliação das expectativas dos consumidores, de âmbito nacional, mostraram, no final do segundo e início do terceiro trimestre de 2007, estabilidade em patamar superior às médias históricas, com ênfase na manutenção do otimismo de curto prazo em patamar superior às expectativas de longo prazo. O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela *Ipsos Public Affairs* (Ipsos) para a ACSP, atingiu 125,9 pontos em agosto, ante 128 pontos em julho e 129 pontos em junho. O INC registrou, em agosto, forte recuperação na região Sul, com elevação de 23,6% em relação a julho, e queda nas demais regiões. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), cresceu 1,3% em agosto de 2007 em relação ao mês anterior, registrando-se altas de 1% no componente que avalia a situação presente e de 0,8% no relativo à expectativa para os próximos meses.

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Confiança e comércio varejista

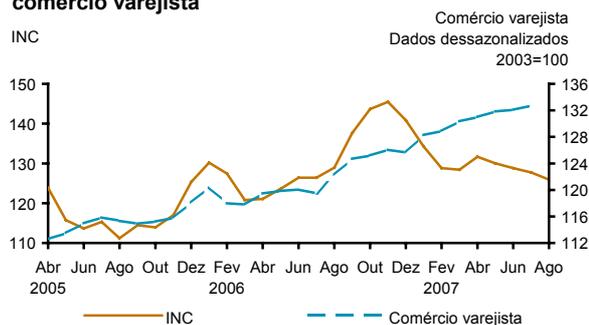
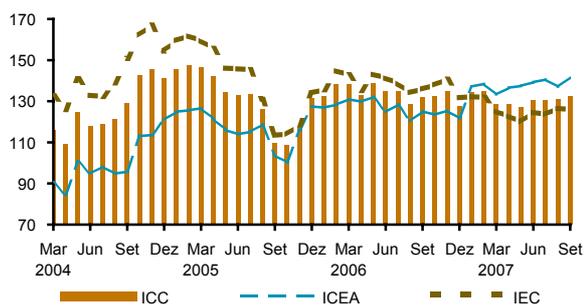


Gráfico 1.6 – Índice de Confiança do Consumidor



O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), de periodicidade trimestral, elaborado a partir de pesquisa realizada entre 28 de junho e 1º de julho de 2007, pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), manteve-se estável, em patamar elevado, no segundo trimestre do ano corrente. Todos os componentes registraram valores acima da média histórica para o período, especialmente aqueles que traduzem a perspectiva da própria renda, evidenciando os cenários benignos relacionados aos mercados de trabalho e de crédito.

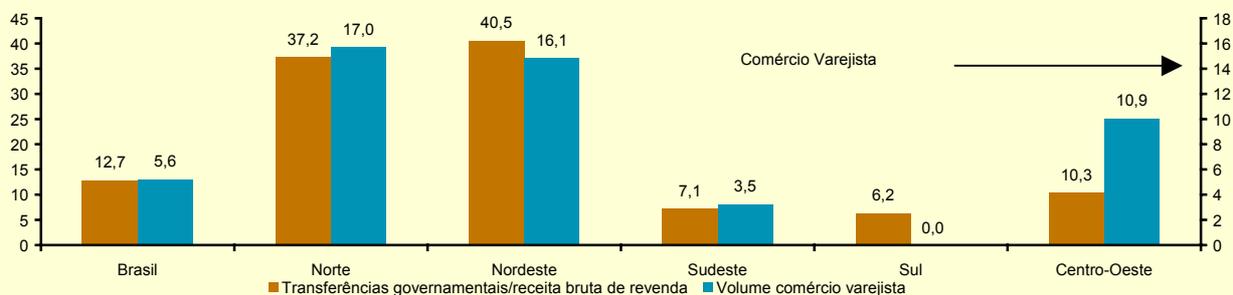
O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito à região metropolitana de São Paulo, aumentou 2% no trimestre encerrado em setembro em relação ao trimestre finalizado em junho. O Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), que representa 60% do índice geral, cresceu 2,4%, e o Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea), 1,5%, alcançando o recorde da série histórica, iniciada em junho de 1994.

Comércio Varejista – Efeitos das Transferências e do Crédito

O comércio varejista tem apresentado crescimento mais significativo do que outros indicadores de atividade. Os resultados favoráveis do comércio refletem, principalmente, os sucessivos ganhos reais de renda dos trabalhadores, a melhora das expectativas proporcionada pelo ambiente de estabilidade da economia, o aumento das transferências governamentais e as melhores condições de crédito. O objetivo deste box consiste em, a partir de uma análise por região geográfica e por segmentos do comércio, evidenciar a importância das transferências do governo e do crédito para o dinamismo do comércio.

A análise das duas principais transferências do governo federal¹ (TGF), como proporção da receita bruta de revenda² (RBR), indica a existência de correlação positiva entre essa proporção e o aumento das vendas do varejo, ou seja, quanto maior a relação transferências/receita de revenda maior o crescimento do comércio varejista.

Gráfico 1 – Transferências governamentais como proporção da receita bruta de revenda e variação do volume do comércio varejista em 2005



Fonte: Ministério do Desenvolvimento Social e IBGE

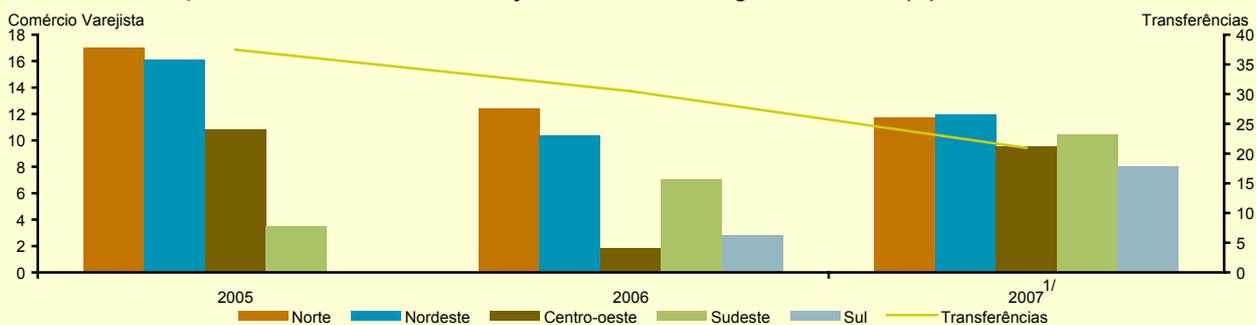
1/ Utilizaram-se dados disponíveis no Ministério do Desenvolvimento Social para os programas: Benefício de Prestação continuada e Bolsa família. Os dados estão disponíveis em reais, por unidades de federação para os anos de 2004, 2005, 2006 e 2007.

2/ Utilizaram-se dados da receita bruta de revenda das empresas, encontradas na última divulgação da Pesquisa Anual de Comércio (PAC) relativa ao ano de 2005, fornecida pelo IBGE.

Essa correlação pode ser observada em 2005, último ano em que as informações relativas à receita bruta encontram-se disponíveis. Nesse sentido, o gráfico 1 revela que o volume total de vendas no varejo nas regiões Norte e Nordeste, que apresentaram TGF/RBR mais elevada, registrou crescimento anual expressivamente mais acentuado do que nas demais regiões geográficas do país.

O exame da evolução das vendas no varejo nos períodos em que a TGF/RBR não se encontra disponível pode ser realizado por meio de correlações entre os crescimentos, em termos reais, das transferências e do volume de vendas do comércio varejista. Considerando dados mensais desde janeiro de 2004, o crescimento real das transferências atingiu 37,5% em 2005, 30,5% em 2006 e 21% nos seis primeiros meses de 2007, em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto o volume de vendas do comércio varejista aumentou 4,8%, 6,2% e 9,9%, respectivamente. Novamente, as vendas nas regiões onde as transferências exerciam peso mais representativo registraram maior dinamismo, apresentando elevações, nos mesmos períodos, de 17%, 12,4% e 11,8%, respectivamente, na região Norte e de 16,1%, 10,4% e 12%, na Região Nordeste.

Gráfico 2 – Evolução do volume do comércio varejista e transferências governamentais (%)



Fonte: IBGE e Ministério do Desenvolvimento Social
1/ Acumulado no primeiro semestre.

A desagregação do índice do volume de vendas por segmentos, para algumas Unidades da Federação³, permite que se relacione as vendas do segmento hipermercados, supermercados, produtos

3/ O índice de volume de vendas no comércio varejista é desagregado nos segmentos de Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo; Tecidos, vestuário e calçados; Móveis e eletrodomésticos; Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos; Livros, jornais, revistas e papelaria; Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação e Outros artigos de uso pessoal e doméstico. Essa desagregação é disponibilizada para os estados do Ceará, Pernambuco, Bahia, Minas Gerais, Espírito Santo, Rio de Janeiro, São Paulo, Paraná, Santa Catarina, Rio Grande do Sul, Goiás e Distrito Federal.

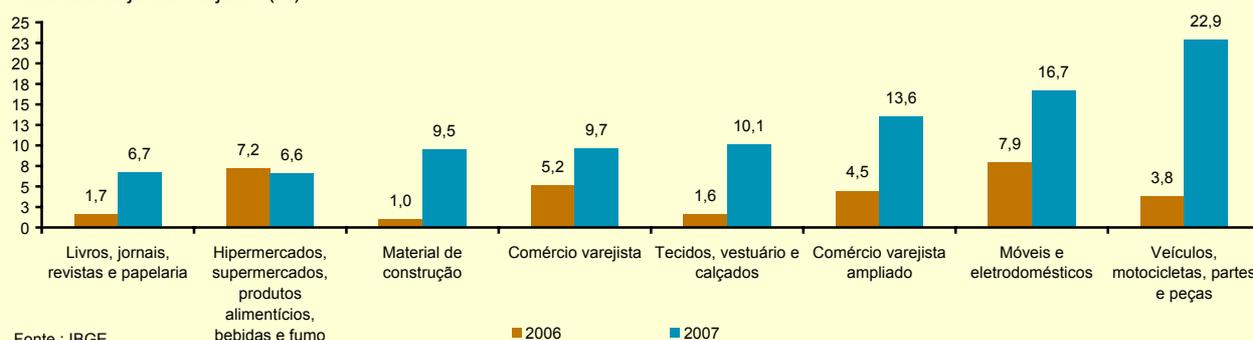
alimentícios, bebidas e fumo (VHS), teoricamente mais sensíveis a elevações na renda disponível, às transferências governamentais. Nesse sentido, os índices de correlação entre as VHS e as transferências, relativos ao período de janeiro de 2004 a junho de 2007, atingiram 0,98 em Pernambuco, 0,96 na Bahia e 0,92 no Ceará.

Esses estados, que, em conjunto, absorveram 57% do total das transferências à Região Nordeste, no primeiro semestre de 2007, apresentaram crescimento expressivo do volume de vendas do comércio varejista geral, das VHS e das transferências governamentais, em relação ao primeiro semestre de 2006, atingindo, respectivamente, 13,9%, 10,2% e 33,9% em Pernambuco; 10,2%, 8,2% e 29,9% na Bahia; e 10,8%, 9,3% e 16,9% no Ceará.

A melhoria nas condições do mercado de crédito, expressa em alongamento de prazos e redução nas taxas de juros, em ambiente de estabilidade econômica e de fortalecimento das expectativas, vem constituindo-se, igualmente, em fator determinante para o dinamismo do comércio varejista.

De fato, o exame do gráfico 3 evidencia o dinamismo das vendas nos segmentos mais dependentes de crédito, quando comparado o primeiro semestre de 2007 em relação ao mesmo período do ano anterior, em especial veículos, motocicletas, partes e peças, com aumento de 22,9%; móveis e eletrodomésticos, 16,7%; e material de construção, 9,5%; comparativamente ao desempenho registrado nos primeiros sete meses de 2006, quando elevaram-se 3,8%, 7,9% e 1%, respectivamente, em relação a igual período de 2005.

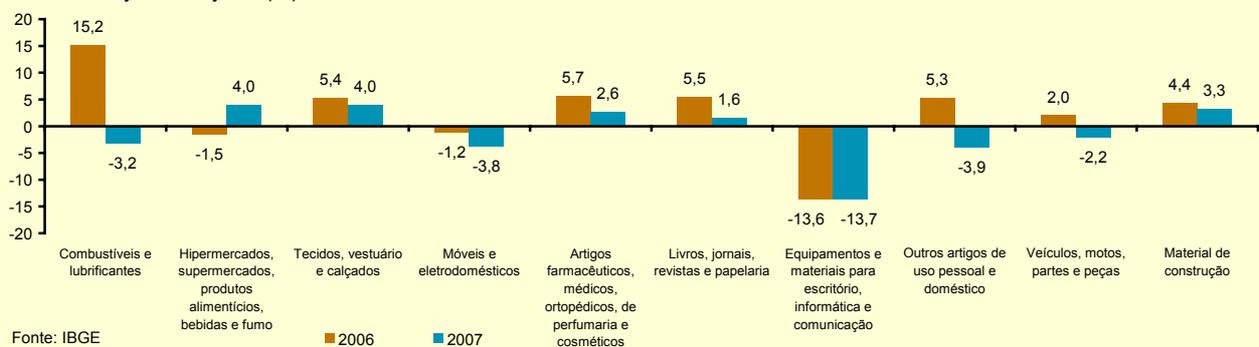
Gráfico 3 – Volume de vendas por segmentos do comércio varejista
Acumulado janeiro a julho (%)



Assinale-se que o desempenho das vendas no varejo nos primeiros sete meses de 2007 refletiu, ainda, a evolução setorial dos preços, no período. De acordo com o gráfico 4, excetuando-se o segmento de hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, a variação acumulada dos preços nos segmentos que exerceram maior influência sobre o resultado do comércio varejista foi inferior, no período, às acumuladas de janeiro a julho de 2006, em especial as relativas a combustíveis e lubrificantes, outros artigos de uso pessoal e doméstico, e móveis e eletrodomésticos.

Gráfico 4 – Variação de preços por segmento do comércio varejista

Acumulado janeiro a julho (%)



Em síntese, a evolução do comércio varejista mostra-se fortemente correlacionada às transferências governamentais, principalmente nas Regiões Norte e Nordeste, fortemente amparadas por programas assistenciais do Governo Federal. No mesmo sentido, ressalte-se a expansão das vendas nos segmentos mais relacionados ao crédito, em linha tanto com a melhora observada nas condições deste mercado quanto com a consolidação de expectativas positivas dos consumidores.

1.2 Produção

Agropecuária

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, divulgadas pelo IBGE, a produção agropecuária aumentou 0,2% no segundo trimestre de 2007, em relação ao mesmo período do ano anterior, acumulando crescimento de 1,4% no ano. Ressalta-se que esses resultados ainda não refletiram o desempenho favorável da safra agrícola 2006-2007, em especial a das lavouras de trigo e de cana-de-açúcar, que possuem períodos de colheita concentrados no segundo semestre do ano, e do maior dinamismo da pecuária. Também cabe acrescentar que o crescimento da oferta agrícola retira amparo à hipótese de que a elevação de preços de alimentos nesse ano seja consequência de um choque de oferta.

Lavoura

De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) realizado pelo IBGE em agosto, a safra de grãos deverá totalizar 133,8 milhões de toneladas em 2007. O crescimento anual, previsto em 14,3%, está associado, fundamentalmente, à elevação de 14,7% na produtividade média, tendo em vista a perspectiva de redução de 0,3% na área plantada.

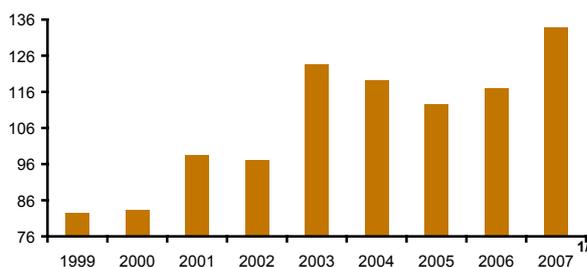
A produção de soja está projetada em 58,2 milhões de toneladas, apresentando crescimento anual de 11,2%, resultante de contração de 6,4% na área plantada e elevação de 18,8% na rentabilidade média, favorecida pelas condições climáticas na época do cultivo do grão.

A safra de milho é estimada em 52,2 milhões de toneladas. A elevação de 22,5%, em relação ao ano anterior, decorre de aumentos de 9,7% na área cultivada e de 11,6% no rendimento médio da cultura. Esse resultado reflete tanto as condições climáticas favoráveis na fase de plantio quanto o estímulo proporcionado aos produtores pelos preços no mercado internacional, impactados pela produção do etanol a partir do milho nos Estados Unidos.

A produção de feijão deverá atingir 3,4 milhões de toneladas de grãos, apresentando relativa estabilidade em relação à safra anterior. A área cultivada deverá diminuir 2,3%, e a produtividade média, aumentar 0,7%, no ano. A safra de arroz é prevista em 11 milhões de toneladas, resultado 4% inferior ao assinalado em 2006, consistente com o recuo de 2,5% projetado para a área plantada.

Gráfico 1.7 – Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

Tabela 1.4 – Produção agrícola

Discriminação	Produção		Variação % 2007/2006
	2006	2007 ^{1/}	
Produção de grãos	116 993	133 774	14,3
Caroço de algodão	1 816	2 378	30,9
Arroz (em casca)	11 505	11 043	-4,0
Feijão	3 437	3 382	-1,6
Milho	42 632	52 205	22,5
Soja	52 356	58 238	11,2
Trigo	2 482	3 997	61,0
Outros	2 765	2 532	-8,4

Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

A safra de algodão deverá alcançar 2,4 milhões de toneladas, 30,9% superior à registrada em 2006, evidenciando elevações de 22,8% na área plantada e de 6,7% na produtividade média.

A produção de trigo está projetada em 4 milhões de toneladas, com expansão anual de 61%. Esse resultado reflete tanto a recuperação das lavouras, cujo desempenho em 2006 mostrou-se atípico, quanto o estímulo proporcionado pela elevação nos preços internacionais, em virtude do aumento na demanda externa por essa *commodity*.

Pecuária

Tabela 1.5 – Produção da pecuária

Peso total das carcaças

Discriminação	Variação % acumulada no ano					
	2006			2007		
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar
Bovinos	8,3	8,5	8,1	16,1	15,8	13,5
Suínos	6,3	6,4	6,6	14,2	12,1	11,3
Aves	4,6	4,1	3,4	1,6	0,1	-0,3

Fonte: IBGE

De acordo com a Pesquisa Trimestral de Abate de Animais, divulgada pelo IBGE, em junho de 2007, a produção de bovinos alcançou 1,8 milhão de toneladas no primeiro trimestre do ano, com crescimento de 13,5% em relação ao mesmo período de 2006. Considerada a mesma base de comparação, as produções de aves e de suínos atingiram 2,1 milhões e 590 mil toneladas, apresentando recuo de 0,3% e elevação de 11,3%, respectivamente.

As exportações de carne bovina totalizaram 796,2 mil toneladas nos sete primeiros meses de 2007, aumentando 22,2% em relação ao mesmo período do ano anterior. As exportações de carnes de aves e de suínos cresceram, na ordem, 25,3% e 29%, no período, situando-se em 1,7 milhão e 297,5 mil toneladas.

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Variação percentual			
	2007			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Indústria geral				
No mês ^{1/}	0,1	1,3	1,1	-0,4
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	1,7	2,2	2,3	2,3
Mesmo mês do ano anterior	5,9	4,9	6,5	6,8
Acumulado no ano	4,3	4,4	4,8	5,1
Acumulado em 12 meses	3,3	3,3	3,9	4,2
Indústria de transformação				
No mês ^{1/}	0,1	1,3	1,1	-0,7
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	1,6	2,1	2,4	2,3
Mesmo mês do ano anterior	6,0	4,9	6,4	6,8
Acumulado no ano	4,2	4,4	4,7	5,0
Acumulado em 12 meses	3,1	3,1	3,7	4,0
Extrativa mineral				
No mês ^{1/}	0,5	0,5	1,2	1,0
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	0,8	1,3	1,7	2,0
Mesmo mês do ano anterior	5,6	3,3	8,6	7,1
Acumulado no ano	5,6	5,1	5,7	5,9
Acumulado em 12 meses	5,7	5,4	6,1	6,1

Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados.

Produção industrial

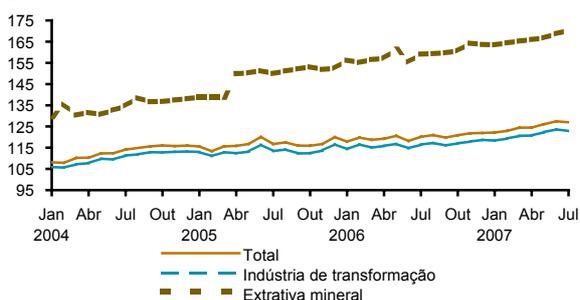
O ritmo de crescimento da produção industrial tornou-se mais intenso a partir do segundo trimestre de 2007, apesar do pequeno recuo ocorrido no indicador mensal em julho. Considerados os dados dessazonalizados, a produção industrial aumentou 2,3% no trimestre terminado em julho, em relação ao trimestre encerrado em abril, quando crescera 1,7%, na mesma base de comparação. Em 2006, a produção industrial apresentou variação média trimestral de 0,8%.

O incentivo proporcionado pela redução do custo do crédito de médio e longo prazos e pelo crescimento acentuado do consumo das famílias tornou-se mais evidente ao longo de 2007. Nesse sentido, considerados os dados dessazonalizados, as produções de bens de capital e de bens de consumo duráveis aumentaram 4,7% e

Gráfico 1.8 – Produção industrial

Dados dessazonalizados

2000=100



Fonte: IBGE

Tabela 1.7 – Produção industrial por categoria de uso

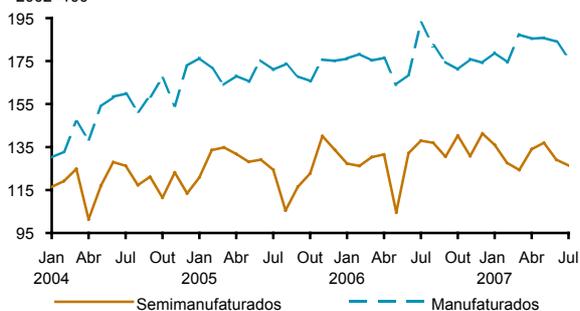
Discriminação	Variação percentual			
	2007			
	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês^{1/}				
Produção industrial	0,1	1,3	1,1	-0,4
Bens de capital	-0,5	5,0	0,9	-1,3
Bens intermediários	-0,6	0,8	0,7	-0,2
Bens de consumo	0,5	1,6	1,2	-0,9
Duráveis	-1,2	1,6	2,5	0,8
Semi e não duráveis	1,0	1,1	2,8	-3,3
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Produção industrial	1,7	2,2	2,3	2,3
Bens de capital	3,6	1,9	3,1	4,7
Bens intermediários	1,6	2,0	1,6	1,4
Bens de consumo	1,6	2,1	2,7	2,6
Duráveis	4,6	4,0	2,8	3,5
Semi e não duráveis	0,9	1,0	2,7	2,4
No ano				
Produção industrial	4,3	4,4	4,8	5,1
Bens de capital	15,6	16,6	16,6	17,0
Bens intermediários	4,2	3,9	4,1	4,2
Bens de consumo	2,2	2,7	3,3	3,7
Duráveis	3,1	3,7	4,4	5,9
Semi e não duráveis	2,0	2,4	2,9	3,0

Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados.**Gráfico 1.9 – Exportações industriais – Quantum**

Dados dessazonalizados

2002=100



Fonte: Funcex

3,5%, respectivamente, no trimestre encerrado em julho, e 3,6% e 4,6%, na mesma ordem, no trimestre encerrado em abril, em relação aos trimestres finalizados em abril e em janeiro, comparativamente a médias trimestrais de 1,9% e 1,2%, em 2006.

A distribuição da produção física da indústria entre as atividades pesquisadas na Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) revela mais dinamismo nos segmentos mais dependentes da evolução da demanda interna. Nesse sentido, considerando a variação da média móvel de doze meses terminados em julho, em relação à do período correspondente de 2006, a produção de máquinas para escritório e equipamentos de informática aumentou 28,4%, seguindo-se as relativas a máquinas e equipamentos, juntamente com mobiliário, 13,2%; outros equipamentos de transporte, 9,6%; perfumaria, sabões, detergentes e produtos de limpeza, 7,3%; máquinas, aparelhos e materiais elétricos, 7,3%; bebidas, 6,9%; e veículos automotores, 6,3%. Em situação oposta, assinalem-se os recuos nas produções de material eletrônico, equipamentos e aparelhos de comunicação, 4,9%, em decorrência, principalmente, da queda nas exportações de aparelhos de telefonia móvel; fumo, 4,4%; madeira, 3,9%; e calçados e artigos de couro, 2,4%.

A recuperação da renda agrícola favoreceu a produção de bens destinados ao setor. Considerando os índices médios do semestre encerrado em junho de 2007, em relação ao mesmo período do ano anterior, a produção de adubos e fertilizantes cresceu 14,1%, a de defensivos agrícolas, 9,9%, e a de máquinas e equipamentos agrícolas, 31,5%.

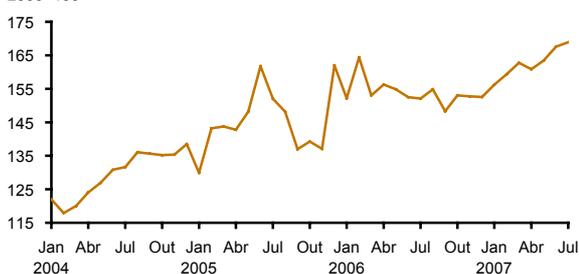
Os indicadores regionais da produção (PIM-PF Regional) evidenciam que o processo de aceleração do crescimento da produção industrial observado entre o final de 2006 e o início deste ano foi mais pronunciado na região Sul, onde a variação da produção média do trimestre terminado em julho, em relação a igual período do ano anterior, atingiu 8,2% no Rio Grande do Sul, com ênfase no desempenho de refino de petróleo e produção de álcool, máquina e equipamentos e veículos automotores; 6,1% em Santa Catarina, com destaque para máquinas, aparelhos e materiais elétricos; vestuário e acessórios e alimentos; e 5,1% no Paraná, influenciada pelo dinamismo dos segmentos outros produtos químicos, máquinas e equipamentos e veículos automotores. Em sentido inverso, a produção física da indústria goiana recuou 1,9% no período, em linha com o declínio observado nos segmentos de produtos químicos e alimentos e bebidas.

Gráfico 1.10 – Produção industrial

Bens de consumo duráveis

Dados dessazonalizados

2000=100



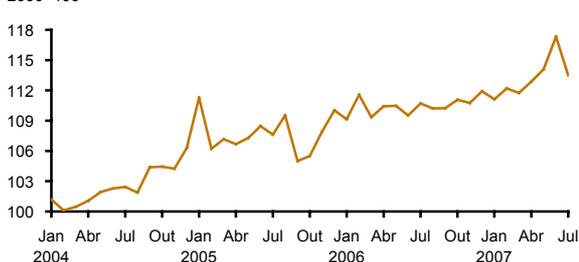
Fonte: IBGE

Gráfico 1.11 – Produção industrial

Bens de consumo semi e não duráveis

Dados dessazonalizados

2000=100



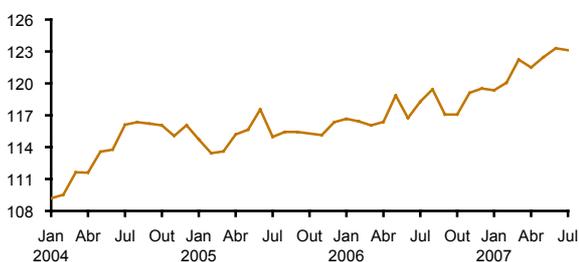
Fonte: IBGE

Gráfico 1.12 – Produção industrial

Bens intermediários

Dados dessazonalizados

2000=100



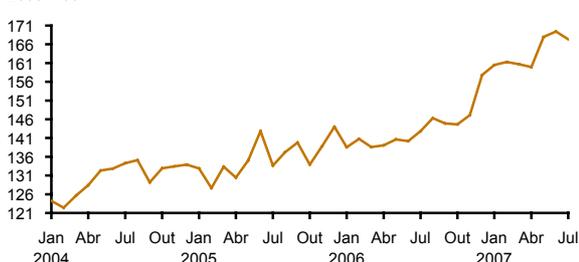
Fonte: IBGE

Gráfico 1.13 – Produção industrial

Bens de capital

Dados dessazonalizados

2000=100



Fonte: IBGE

O maior dinamismo da indústria, mesmo em um ambiente de forte expansão tanto da produção como da importação de bens de capital, elevou o nível de utilização da capacidade instalada do parque industrial nos primeiros meses de 2007. Segundo a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação (SCIT) da FGV, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) atingiu 85,7% em agosto, apenas 0,2 p.p. abaixo do recorde de abril de 1995. O Nuci médio dos oito primeiros meses do ano situou-se 1,5 p.p. acima do registrado no mesmo período de 2006

Segundo a CNI, o Nuci médio da indústria de transformação atingiu 82,4% em julho, considerando dados dessazonalizados pelo Departamento Econômico (Depec). A média do trimestre encerrado nesse mês alcançou 82,3%, 0,5 p.p. superior à relativa ao trimestre encerrado em abril, reflexo, em parte, dos aumentos nos setores artigos de borracha e plástico, 2,2 p.p., e veículos automotores, 3,2 p.p. Em sentido oposto, assinalem-se os recuos observados nos setores produtos químicos, 1,9 p.p., e produtos de madeira, 1,2 p.p.

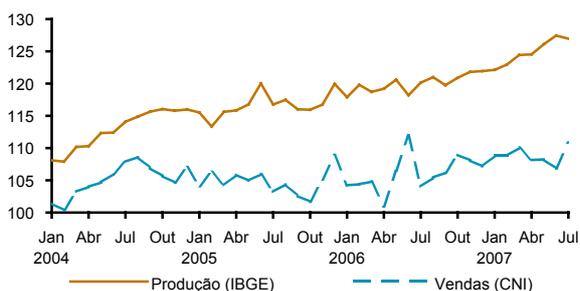
A produção tem aumentado, de forma geral, em ritmo mais intenso do que o emprego industrial, caracterizando um processo de ganhos de produtividade típico da fase de expansão do ciclo econômico que se beneficia da maior absorção de bens de capital. Considerando dados da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes) do IBGE referentes ao número de horas pagas, a produtividade do trabalho na indústria de transformação cresceu 4,4% entre os trimestres terminados em julho de 2007 e julho de 2006, atingindo 3,3% na indústria extrativa e 4,4% na indústria de transformação.

Setorialmente, ressaltam-se as elevações na produtividade dos segmentos máquinas e equipamentos – exclusive elétricos, eletrônicos, de precisão e de comunicações – 10,2%, evidenciando elevações de 19,1% na produção física e de 8,1% no número de horas pagas; e vestuário, 16,6%, resultado de aumento de 10,4% na produção e de recuo de 5,4% no número de horas pagas. A produtividade apresentou redução de 3,6% no segmento de coque, refino de petróleo, combustíveis nucleares e álcool, reflexo de aumentos de 1,8% na produção e de 5,5% no número de horas pagas; e de 2,3% no setor de alimentos e bebidas, traduzindo aumentos de 3,3% no número de horas pagas e de 0,9% na produção.

Gráfico 1.14 – Produção e vendas industriais

Dados dessazonalizados

2003=100

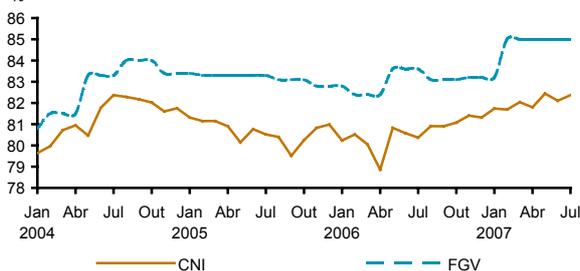


Fontes: IBGE e CNI

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	2007			
	Mai	Jun	Jul	Ago
Indústria de transformação	99	98	100	101
Bens de Consumo	99	100	112	114
Bens de Capital	101	103	103	101
Material para Construção	92	94	93	101
Bens Intermediários	100	96	98	96
Genêros				
Produtos de Minerais Não Metálicos	88	78	80	84
Metalúrgica	101	101	98	102
Mecânica	104	108	111	98
Material Elétrico e de Comunicações	102	96	96	100
Material de Transporte	106	105	127	128
Mobiliário	120	103	103	99
Celulose, Papel e Papelão	94	100	105	99
Química	103	99	98	98
Farmacêuticos e Veterinários	99	100	97	96
Produtos de Matérias Plásticas	84	90	95	96
Indústria Têxtil	76	83	76	71
Vest., Calçados e Art. de Tecidos	93	94	93	95
Produtos Alimentares	98	98	104	103
Outros	92	89	86	93

Fonte: FGV

^{1/} Valores acima de cem significam estoque insuficientes.

Segundo a FGV, os estoques industriais situaram-se, em agosto, no menor nível desde abril de 1995, sendo considerados excessivos por 6% das empresas, e insuficientes por 7%. Esse resultado evidencia, fundamentalmente, o desempenho do setor de bens de consumo, em que o número de empresas que considera o estoque insuficiente é 14 p.p. maior do que aquele que o avalia como excessivo.

Os empresários industriais seguem confiantes em relação à situação atual e às expectativas para o futuro próximo da economia. O Índice de Confiança do Empresário Industrial (Icei) da CNI atingiu 60,3 pontos em julho, ressaltando-se que a referência de 50 pontos corresponde à estabilidade da atividade industrial. O Índice de Confiança da Indústria (ICI) da FGV, cuja estabilidade referencia-se em 100 pontos, atingiu 121,8 em agosto, maior nível da série iniciada em abril de 1995, aumentando 0,1 p.p. em relação a julho.

O otimismo do empresariado industrial se reflete na intenção de investimento, tanto corrente quanto para o futuro próximo, que não parece ter sido abalada pelo aumento da volatilidade observado nos mercados financeiros internacionais. Segundo a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação – Quesitos Especiais (SCIT-QE) da FGV, realizada em julho, 38% das empresas consultadas, 4 p.p. a mais do que na pesquisa realizada em abril, afirmaram estar investindo mais no primeiro semestre deste ano do que no semestre anterior, e 21% delas, repetindo o percentual da pesquisa realizada em abril, adotaram comportamento inverso. Com referência ao segundo semestre de 2007, 42% da empresas consultadas manifestaram intenção de elevar os investimentos, e 19%, de reduzi-los, representando elevações de 8 p.p. e de 5 p.p., respectivamente, em relação aos resultados de abril.

1.3 Mercado de trabalho

Emprego

Os indicadores do mercado de trabalho apresentaram desempenho favorável no trimestre encerrado em julho de 2007, registrando-se recuo da taxa de desemprego e continuado aumento em sua taxa de formalização.

Gráfico 1.16 – Taxa de desemprego aberto

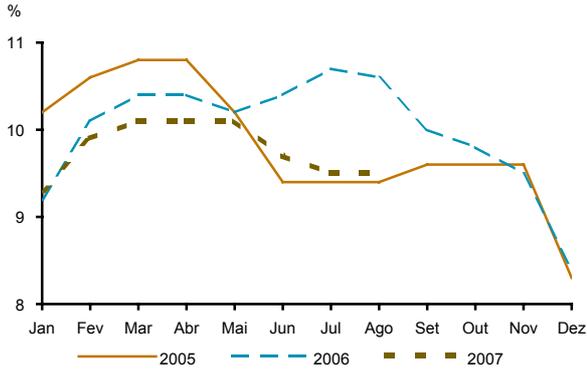


Tabela 1.9 – Evolução do emprego formal

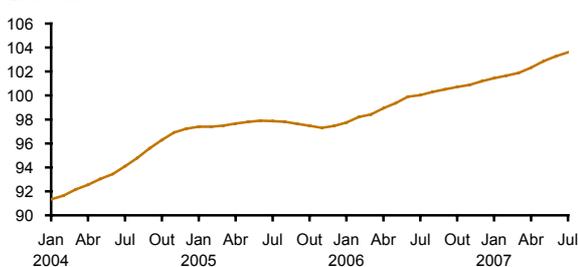
Discriminação	Novos postos de trabalho – Acumulado no período (em mil)				
	2007				
	I Tri	I Sem	Jul	Ago	No ano
Total	399,6	1 095,5	127,0	133,3	1 355,8
Ind. de transformação	110,4	299,5	29,0	39,4	367,9
Comércio	14,7	97,1	27,9	36,2	161,2
Serviços	166,7	327,6	38,2	59,0	424,7
Construção civil	34,5	97,6	18,9	26,3	142,7
Agropecuária	50,6	238,4	8,0	-30,8	215,6
Serv. ind. de util. pública	2,5	5,5	0,5	0,5	6,5
Outros ^{1/}	20,2	29,9	4,6	2,8	37,3

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

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

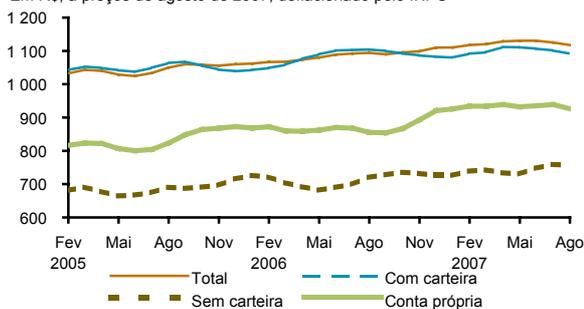
Dados dessazonalizados
2003=100



Fonte: CNI

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

Em R\$, a preços de agosto de 2007, deflacionado pelo INPC



Fonte: IBGE

1/ Média móvel trimestral

De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa média de desemprego aberto atingiu 9,5% no trimestre terminado em agosto, ante 10,6% no mesmo período de 2006 e 10,1% no trimestre encerrado em maio. A variação anual refletiu a continuidade do aumento da ocupação, que atingiu 2,9% no período, ante elevação de 2,4% da População Economicamente Ativa (PEA).

O emprego com carteira assinada aumentou 2,6% no trimestre, e o emprego sem carteira recuou 0,2%. O número de trabalhadores por conta-própria, que apresenta forte expansão em 2007, cresceu 1,6% no trimestre, acumulando elevação de 5,1% no ano, seguido de aumento de 4,7% no número de empregados com carteira assinada e de redução de 2,6% no relativo a empregados sem carteira.

De acordo com o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 1.355.824 postos de trabalho no ano, até agosto, segundo melhor resultado para o período desde o início da série, em janeiro de 1985. Esse volume de novos empregos representou elevação de 5% no total de empregados com carteira assinada, registrando-se taxas de expansão de 7% na construção civil; 6% no comércio; 4,9% na indústria de transformação; e 4,8% nos serviços.

O emprego na indústria de transformação, segundo dados da pesquisa efetuada pela CNI em doze federações estaduais, cresceu 3,5% nos sete primeiros meses de 2007 em relação a igual período de 2006. A análise na margem revela, igualmente, aumento do emprego nesse segmento, que atingiu 1,2% no trimestre terminado em julho, em relação ao trimestre encerrado em abril, considerados os dados dessazonalizados.

Rendimentos

O rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME, considerado o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) como deflator, cresceu 3,8% nos primeiros oito meses do ano em relação ao mesmo período de 2006. Em julho, o rendimento médio alcançou R\$1.109,40, registrando aumento nominal de 7,1% em relação a igual mês de 2006. Nessa mesma base de comparação, o salário real e a massa salarial real, produto do rendimento médio real habitualmente recebido no trabalho principal pelo número de ocupados, cresceram 1,2% e 4,1%, respectivamente.

1.4 Produto Interno Bruto

Segundo o IBGE, o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 4,9% no primeiro semestre de 2007 em relação ao mesmo período de 2006, registrando-se evolução positiva generalizada entre seus componentes, quer se considere a ótica do produto, quer se considere a da demanda.

A análise dos componentes da demanda ratifica a importância da demanda interna para a sustentação do processo de retomada da atividade econômica. Nesse sentido, o consumo das famílias, evidenciando a recuperação da renda e a melhora nas condições de crédito, cresceu 5,9% no período, representando 60,4% do produto. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu 10,6% nos primeiros seis meses do ano em relação a igual período de 2006, reflexo de aumento de 16,6% na produção de bens de capital e de 4% nos investimentos direcionados à construção civil. O consumo do governo aumentou 3,9% no semestre.

A contribuição do setor externo para o resultado do PIB segue negativa. O impacto de -0,9 p.p. registrado no semestre refletiu elevações de 9,5% nas exportações e de 19,3% nas importações, assinalando-se a propriedade do crescimento das aquisições externas para sustentação do processo de retomada da atividade econômica.

O setor industrial apresentou o crescimento mais significativo no primeiro semestre de 2007, 4,9%, seguindo-se os setores de serviços, 4,7%, e o agropecuário, 1,4%.

O desempenho do setor industrial resultou de crescimento de 5% na produção da extrativa mineral, influenciada, principalmente, pela elevação na produção de petróleo e gás, 3%. Nos serviços industriais de utilidade pública, o crescimento foi, também, de 5%, e a indústria de transformação cresceu 5,1%. Na construção civil, a expansão foi de 4,3%, na mesma base de comparação.

A expansão observada no setor de serviços (4,7%) refletiu a ocorrência de resultados favoráveis em todos os subsetores, com destaque, pela importância, para os segmentos comércio, 7,1%, e transporte, 4,6%. Contribuíram, ainda, com resultados positivos, as instituições financeiras, 9,4%; o setor de comunicações, 7,4%; os serviços de alugueis, 4,1%; outros serviços, 3,1%; e os serviços de administração pública, 1,9%.

Tabela 1.10 – Produto Interno Bruto – Preços de mercado

Discriminação	Variação %					
	2006				2007	
	I Tr	II Tr	III Tr	IV Tr	I Tr	II Tr
Acumulado no ano	4,1	2,7	3,3	3,7	4,4	4,9
Acumulado em 4 trimestres	3,3	2,9	3,3	3,7	3,8	4,8
Trimestre/igual trimestre do ano anterior	4,1	1,5	4,5	4,8	4,4	5,4
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	1,4	-0,6	2,8	1,0	0,9	0,8
Agropecuária	1,8	3,1	6,2	-1,1	-4,0	0,6
Indústria	1,5	-2,6	3,5	1,5	0,4	1,3
Serviços	1,2	0,3	1,2	1,1	1,7	0,7

Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados

Tabela 1.11 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda

Taxa acumulada no ano

Discriminação	Variação %						
	2006				2007		
	I Tr	II Tr	III Tr	IV Tr	I Tr	II Tr	Ano ^{1/}
PIB a preços de mercado	4,1	2,7	3,3	3,7	4,4	4,9	4,7
Consumo das famílias	4,0	4,1	4,1	4,3	6,0	5,9	6,0
Consumo do governo	5,0	4,3	4,1	3,6	4,0	3,9	3,6
Formação Bruta de							
Capital Fixo	11,8	8,5	8,4	8,7	7,3	10,6	9,6
Exportação	8,2	3,0	4,5	4,6	5,9	9,5	5,3
Importação	15,6	14,4	16,5	18,1	19,9	19,3	18,4

Fonte: IBGE

^{1/} Estimativa

Tabela 1.12 – Produto Interno Bruto

Taxa acumulada ao longo do ano

Discriminação	Variação %						
	2006				2007		
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	Ano ^{1/}
Agropecuária	-2,7	-2,5	2,4	4,1	2,9	1,4	4,5
Indústria	5,0	1,9	2,5	2,8	3,0	4,9	4,6
Extrativa mineral	14,0	6,8	6,1	6,0	4,1	5,0	6,2
Transformação	3,4	0,2	1,1	1,6	2,7	5,1	4,4
Construção civil	7,3	4,8	5,2	4,6	2,4	4,3	4,6
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	3,0	2,6	3,3	3,6	3,9	5,0	4,6
Serviços	4,4	3,7	3,7	3,7	4,6	4,7	4,3
Comércio	6,2	4,0	4,1	4,8	6,0	7,1	6,3
Transporte, armazenagem e correio	5,0	3,1	3,0	3,2	3,5	4,6	5,2
Serviços de informação	1,2	0,2	1,9	2,3	7,3	7,4	5,4
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos	9,2	9,8	7,9	6,1	9,2	9,4	7,3
Outros serviços	2,9	2,5	2,4	2,6	3,7	3,1	3,0
Atividades imobiliárias e aluguel	4,2	4,3	4,5	4,3	4,2	4,1	4,1
Administração, saúde e educação públicas	3,2	2,8	2,9	3,1	2,1	1,9	2,1
Valor adic. a preços básicos	3,9	2,5	3,1	3,5	4,0	4,5	4,4
Impostos sobre produtos	5,3	4,4	4,6	5,2	6,9	7,8	6,4
PIB a preços de mercado	4,1	2,7	3,3	3,7	4,4	4,9	4,7

Fonte: IBGE

1/ Estimativa

Tabela 1.13 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %					
	2006				2007	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
PIB a preços de mercado	1,4	-0,6	2,8	1,0	0,9	0,8
Agropecuária	1,8	3,1	6,2	-1,1	-4,0	0,6
Indústria	1,5	-2,6	3,5	1,5	0,4	1,3
Serviços	1,2	0,3	1,2	1,1	1,7	0,7
Consumo das famílias	-0,3	1,7	1,2	2,1	0,8	1,5
Consumo do governo	2,2	-0,1	0,8	0,0	2,7	0,2
Formação Bruta de						
Capital Fixo	5,3	-2,9	5,2	2,0	2,7	3,2
Exportação	0,5	-5,7	12,4	-1,4	1,0	0,9
Importação	7,1	1,9	8,6	3,4	4,1	1,5

Fonte: IBGE

O desempenho da agropecuária ainda não refletiu os bons resultados esperados, conforme sinalizado pelo LSPA, com alta de 14,3% na safra de grãos, em 2007. Assim, é esperado forte desempenho desse setor no segundo semestre do ano.

Considerando a evolução na margem, o PIB cresceu 0,8% no segundo trimestre de 2007 em relação ao trimestre anterior, segundo os dados dessazonalizados. O resultado, ao ratificar o desempenho de indicadores setoriais antecedentes, revela a continuidade do crescimento da atividade da economia, estimulada tanto pelos aumentos da renda real e do emprego como pela continuidade da flexibilização da política monetária. Assinale-se que, nessa base de comparação, o PIB apresentou crescimento pelo quarto trimestre consecutivo.

O crescimento observado no trimestre resultou de avanços em todos os setores de atividade, com ênfase na expansão de 1,3% na indústria, sustentada, em especial, pela evolução da construção civil e da indústria de transformação. O setor de serviços cresceu 0,7%, e o setor agropecuário apresentou crescimento de 0,6%.

Em relação aos componentes da demanda, assinale-se, no período, a continuidade do crescimento da FBCF, atingindo 3,2%. O consumo das famílias aumentou 1,5%, e o do governo, 0,2%; as exportações elevaram-se 0,9%, e as importações, 1,5%.

Os resultados do PIB para o segundo trimestre mostraram-se consistentes com a estimativa para o seu crescimento anual de 4,7%, publicada no "Relatório de Inflação" de junho de 2007. A manutenção dessa taxa ocorreu em um cenário de alterações setoriais, com a redução prevista para o desempenho do setor agropecuário compensada por mais dinamismo da atividade industrial. A revisão do aumento da produção agropecuária, de 7% para 4,5%, evidenciou o crescimento abaixo do previsto no segundo trimestre, mas considerou a manutenção de crescimento mais expressivo no segundo semestre, em linha com os dados do LSPA e com o aumento da demanda, tanto interna quanto externa, por produtos da pecuária. A elevação da estimativa de crescimento do setor industrial, de 4,4% para 4,6%, incorporou o maior dinamismo das indústrias de construção e de transformação. O crescimento dos serviços foi mantido em 4,3%.

Em relação à demanda, foram elevadas as projeções de crescimento da FBCF, tendo em vista o

acentuado dinamismo apresentado pelos dados relativos a importações e produção de bens de capital; e do consumo do governo, uma vez que o seu crescimento no primeiro semestre sugere alta mais expressiva para o ano. As estimativas para o setor externo contemplam redução tanto das importações quanto das exportações, permanecendo a contribuição negativa do setor para o desempenho do PIB. O consumo das famílias mantém-se em patamar elevado, de 6%.

1.5 Investimentos

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, divulgadas pelo IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, aumentaram 10,6% no primeiro semestre de 2007 em relação ao mesmo período de 2006. No segundo trimestre, os investimentos expandiram-se 13,8%, ante igual período do ano anterior, constituindo o décimo quarto trimestre consecutivo de expansão nessa base de comparação. A análise na margem, a partir de dados dessazonalizados, confirma o dinamismo do segmento, registrando-se aumento de 3,2% no segundo trimestre em relação ao primeiro.

O desempenho favorável dos investimentos já vinha sendo antecipado pela trajetória de indicadores mensais da FBCF. A construção civil cresceu 4% no primeiro semestre em relação ao mesmo período de 2006, e a absorção de bens de capital, principal componente da FBCF, registrou expansão de 15,3%, resultado de aumentos na produção doméstica de bens de capital, 16,6%; e em suas exportações, 8,3%, e importações, 30,8%.

O dinamismo da produção doméstica de bens de capital, no semestre, resultou de aumentos setoriais generalizados, em especial na produção de peças agrícolas, 80,7%; bens destinados ao setor agrícola, 31%; e bens tipicamente industrializados, 20,5%. Ressalte-se que o crescimento expressivo nos segmentos associados ao setor agrícola, embora traduzisse sua recuperação, foi favorecido pela base de comparação deprimida.

A análise na margem revelou recuo na produção de bens de capital e nos insumos da construção civil, registrando reduções mensais de 1,3% e 0,2%, respectivamente, em julho, considerados os dados dessazonalizados. Esse movimento não deve ser interpretado como uma alteração de tendência, haja vista a intensidade desses ciclos de expansão, expressa pelo crescimento das respectivas produções tanto

nos primeiros sete meses do ano quanto nos últimos doze meses, em relação a períodos correspondentes de 2006, atingindo, na ordem, 17% e 4,1%, e 12,3% e 3,8%.

O desempenho favorável dos investimentos deverá persistir nos próximos meses, em linha com a evolução de indicadores antecedentes, como o risco-Brasil, medido pelo *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+), divulgado pelo *J.P. Morgan*; o nível das taxas de juros, que se encontram em patamares historicamente reduzidos; e a continuidade da recuperação da renda agrícola.

1.6 Conclusão

A economia brasileira manteve-se em expansão no primeiro semestre de 2007, respondendo a demanda interna integralmente pelo dinamismo da atividade desde o início do segundo semestre de 2006.

A recuperação dos investimentos reflete tanto as expectativas favoráveis dos empresários em relação à continuidade do crescimento da economia quanto o aumento da renda agrícola e as melhores condições de crédito. A evolução favorável dos investimentos, em ambiente de crescimento acentuado da absorção de bens de capital, tanto proporciona o crescimento da economia em bases sustentadas, como sugere sua aceleração em médio e longo prazos. Entretanto, é possível que mais volatilidade financeira e certa elevação dos custos de financiamentos externos exerçam algum efeito de contenção sobre os investimentos agregados.

A evolução benigna dos mercados de crédito e de trabalho, não obstante o recuo marginal do crescimento da massa salarial real, em linha com o aumento dos preços dos gêneros alimentícios, tem garantido o aumento das vendas no comércio varejista.

A expectativa para os próximos meses sugere relativa acomodação no ritmo de crescimento do consumo, associada tanto à elevação menos acentuada observada na renda disponível, em decorrência do comportamento dos preços dos alimentos, quanto aos eventuais reflexos, sobre a confiança dos consumidores, da crise nos mercados financeiros internacionais. Esse movimento não deverá exercer impacto relevante sobre o dinamismo da demanda interna, que deverá sustentar a continuidade do crescimento da economia.

A inflação registrou aceleração no trimestre encerrado em agosto em relação ao trimestre finalizado em maio. Esse movimento, que ocorreu com mais intensidade quando considerados os índices gerais de preços, esteve associado ao comportamento dos preços agrícolas, com alguma aceleração também dos preços industriais. Apesar desse desempenho, a inflação de agosto mostrou sinais mais consistentes de que o comportamento da demanda interna tem aumentado os riscos inflacionários, o que pode facilitar o repasse dos preços por atacado para o consumidor.

Também contribuem para aumento do risco inflacionário a crise financeira internacional e seus possíveis reflexos, principalmente sobre os preços dos bens comercializáveis.

Nesse contexto, os núcleos de inflação do IPCA de agosto mostraram aceleração nas três medidas calculadas pelo Banco Central do Brasil, o que confirma o cenário de mais disseminação do processo inflacionário e de riscos maiores para a inflação no médio e longo prazo.

2.1 Índices gerais

Os índices gerais de preços da FGV apresentaram aceleração em relação ao trimestre anterior. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) cresceu 2,04% no trimestre encerrado em agosto, ante 0,51% no trimestre finalizado em maio, resultado associado à evolução dos preços no segmento atacadista, em especial à dos preços agrícolas. Em agosto, o IGP-DI variou 1,39%, maior taxa desde maio de 2004.

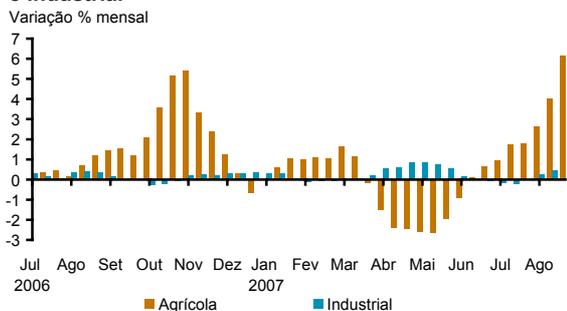
Os preços dos produtos industriais no atacado, após registrarem elevações significativas em abril e maio, mantiveram-se praticamente estáveis nos dois meses

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2007				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IGP-DI	0,14	0,16	0,26	0,37	1,39
IPA	0,02	-0,04	0,09	0,42	1,96
IPC-Br	0,31	0,25	0,42	0,28	0,42
INCC	0,45	1,15	0,92	0,31	0,26

Fonte: FGV

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



Fonte: FGV

subseqüentes e aumentaram 0,61% em agosto, acumulando variação de 0,51% no trimestre encerrado. Esse desempenho refletiu as reduções de preços nos segmentos extrativa mineral, metalúrgica, material elétrico e combustíveis e lubrificantes e aumentos em produtos alimentares, sobretudo nos de origem animal. Os preços agrícolas, evidenciando o início da entressafra, cresceram 8,77% no período, ante recuo de 4,5% no trimestre encerrado em maio, pressionados, principalmente, pelas altas nos preços do trigo, feijão, soja, bovinos, aves, suínos e leite *in natura*.

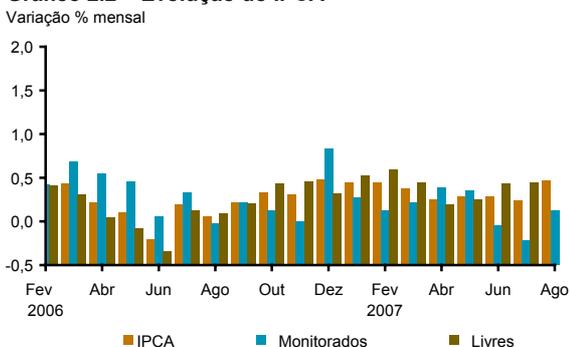
O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) apresentou elevação de 1,12% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,04% no trimestre finalizado em maio, pressionado, a exemplo dos demais índices de preços ao consumidor, pelas elevações de preços no grupo alimentação.

2.2 Índices de preços ao consumidor

Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

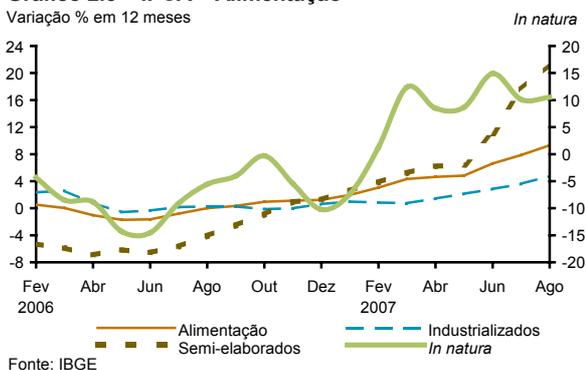
O IPCA aumentou 4,18% nos doze meses terminados em agosto, maior percentual desde maio de 2006, registrando elevações de 2,37% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 5% nos preços livres. O índice acumulou variação de 0,99% no trimestre encerrado em agosto, ante 0,9% no trimestre março a maio, resultado de variações respectivas, na mesma base de comparação, de 1,5% e 0,88% nos preços livres e de -0,14% e 0,95%, nos preços monitorados. O IPCA apresentou variações mensais de 0,28% em junho, 0,24% em julho, e de 0,47% em agosto, maior taxa no ano.

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA



Fonte: IBGE

Gráfico 2.3 – IPCA – Alimentação



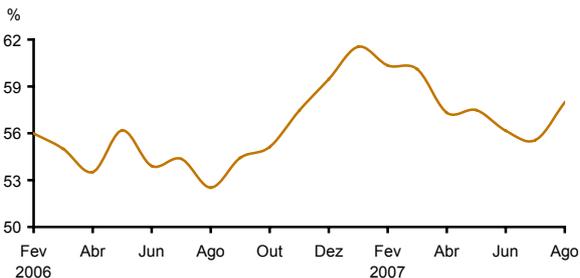
Fonte: IBGE

O aumento da variação dos preços livres, no trimestre encerrado em agosto, refletiu o crescimento de 3,8%, ante 1,17% no trimestre anterior, nos preços do grupo alimentação, influenciado, principalmente, pelo desempenho dos preços dos alimentos semi-elaborados, evidenciando as altas nos itens bovinos, feijão, leite e aves. Em contrapartida, a variação dos preços livres, excluído o grupo alimentação, atingiu 0,52% no trimestre encerrado em agosto, ante 0,76% no trimestre anterior, registrando-se variações de -0,96% no grupo artigos de residência e de 0,72% em vestuário.

Gráfico 2.4 – Índice de difusão do IPCA

Proporção do número de subitens com aumentos^{1/}

Média móvel trimestral



Fonte: IBGE

1/ O IPCA é composto por 384 subitens.

O índice de difusão do IPCA, que revela a proporção do número de itens que apresentou variação positiva no índice, apresentou média de 57,99% no trimestre encerrado em agosto, ante 57,47% no trimestre encerrado em maio e 60,33% no trimestre encerrado em fevereiro. A trajetória desse indicador na média do ano sugere comportamento favorável da inflação. Entretanto, o indicador registrou 63,28% em agosto, situando-se acima da média de 2005, 60,87%, quando o IPCA fechou em 5,69%, sugerindo que o processo inflacionário pode, de fato, estar se tornando mais generalizado.

Incorporado o resultado de agosto, o IPCA acumulou variação de 2,8% no ano, ante 1,78% no período correspondente de 2006. Os preços dos bens e serviços monitorados cresceram 1,19% no período, e os preços livres, 3,53%.

2.3 Preços monitorados

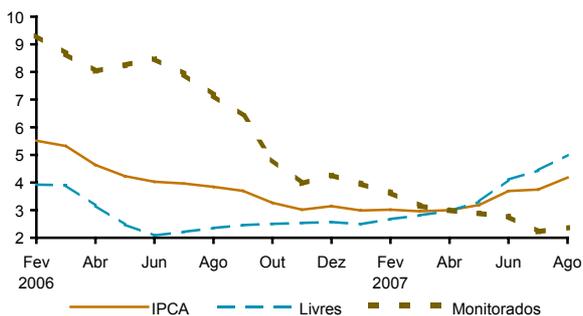
Os preços monitorados, que acumularam aumento de 1,19% no ano, recuaram 0,14% no trimestre encerrado em agosto, correspondendo a -0,04 p.p. da variação do IPCA, ante elevação de 0,95% no trimestre finalizado em maio. O desempenho desses preços esteve associado, principalmente, ao efeito mais intenso exercido pela redução dos preços das tarifas de energia elétrica, da gasolina e dos remédios, em comparação com o impacto proveniente dos aumentos das tarifas de ônibus interestadual, de telefone fixo e de passagens aéreas.

O item telefone fixo apresentou variação de 1,75% no trimestre, resultado tanto das elevações em assinatura, 1,98%, e pulsos, 3,07%, como da alteração, de pulso para minutos, nas ligações no Rio de Janeiro e em São Paulo. Os preços das tarifas de ônibus interestadual aumentaram 4% no trimestre, e as passagens aéreas, 2,79%.

O item energia elétrica residencial apresentou recuo de 3,55%, no trimestre, registrando reduções em São Paulo, 8,67%; Belém, 8,13%; e no Rio de Janeiro, 2,18%. Os preços da gasolina e dos remédios apresentaram reduções de 2,15% e de 0,67% no trimestre encerrado em agosto, ante elevações de 1,72% e 0,92%, respectivamente, no trimestre encerrado em maio.

Gráfico 2.5 – IPCA – Grupos discriminados

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

Tabela 2.2 – Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2007					
		Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	No ano
IPCA	100,00	0,25	0,28	0,28	0,24	0,47	2,80
Livres	69,23	0,19	0,25	0,43	0,45	0,62	3,53
Monitorados	30,77	0,39	0,35	-0,05	-0,22	0,12	1,19
Principais itens							
Energia elétrica	3,58	0,37	0,47	-0,07	-3,01	-0,49	-4,29
Água e esgoto	1,61	0,72	0,19	0,38	0,23	0,02	2,81
Ônibus urbano	3,82	0,03	0,24	0,00	0,00	0,43	4,10
Passagem aérea	0,28	-0,83	-0,43	0,38	0,21	2,19	2,08
Gasolina	4,53	0,66	0,33	-0,77	-0,51	-0,89	-1,89
Gás de bujão	1,17	0,23	-0,25	0,11	-0,18	0,05	-0,39
Remédios	2,94	0,50	0,68	-0,39	-0,32	0,04	0,55
Plano de saúde	3,35	0,76	0,75	0,71	0,69	0,56	5,88

Fonte: IBGE

2.4 Núcleo de inflação

Tabela 2.3 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2007				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA (cheio)	0,25	0,28	0,28	0,24	0,47
Exclusão	0,29	0,33	0,22	0,08	0,35
Médias aparadas					
Com suavização	0,29	0,30	0,34	0,20	0,40
Sem suavização	0,28	0,30	0,23	0,17	0,43
IPC-Br (cheio)	0,31	0,25	0,42	0,28	0,42
Médias aparadas	0,32	0,30	0,34	0,26	0,37

Fontes: IBGE, Bacen e FGV

A variação do núcleo do IPCA por exclusão de alimentos no domicílio e de preços monitorados atingiu 0,35% em agosto, acumulando 0,64% no trimestre encerrado nesse mês, ante 0,86% no período de março a maio. Considerados os últimos doze meses encerrados em agosto, a variação desse núcleo do IPCA totalizou 3,58%, e a inflação medida pelo índice cheio atingiu 4,18%.

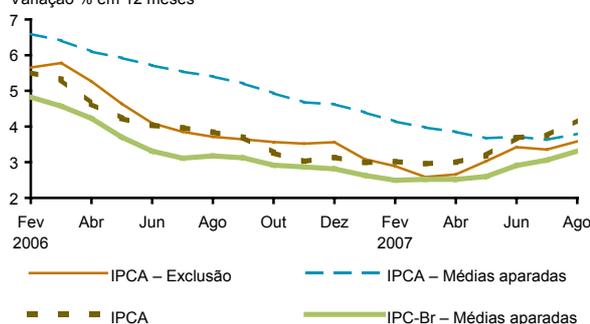
O núcleo do IPCA calculado pelo método das médias aparadas, com suavização, que exclui os itens cuja variação mensal se situe acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20 da distribuição, além de suavizar ao longo de doze meses a variação de itens cujas variações são concentradas em poucos períodos do ano, variou 0,4% em agosto¹. O indicador, que crescera 0,88% no período de março a maio, acumulou variações de 0,93% e 3,79%, respectivamente, no trimestre e nos últimos doze meses encerrados em agosto. O resultado de agosto mostra aceleração e registra o maior nível desde maio de 2006, o que indica maiores pressões sobre os preços nos próximos meses.

No mesmo sentido, o núcleo de inflação por médias aparadas sem o procedimento de suavização de itens específicos variou 0,43% em agosto, o maior percentual desde janeiro de 2006, acumulando 0,83% no trimestre encerrado neste mês, mesma variação registrada no trimestre anterior. A variação acumulada do indicador nos doze meses finalizados em agosto alcançou 2,96%.

O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela FGV pelo método das médias aparadas com suavização, acumulou variação de 3,31% nos doze meses encerrados em agosto, apresentando variações mensais de 0,34% em junho, 0,26% em julho e 0,37% em agosto.

Gráfico 2.6 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE, Bacen e FGV

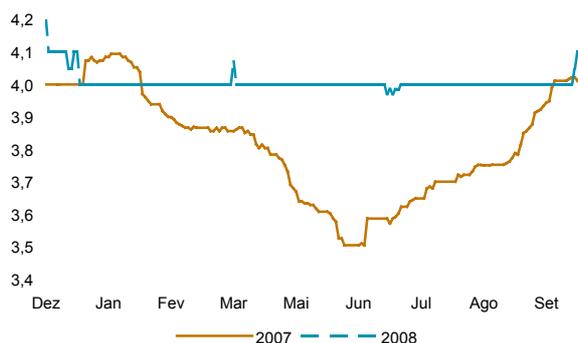
2.5 Expectativas de mercado

A mediana das expectativas para o IPCA em 2007, coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin), aumentou de 3,6%, no final do segundo trimestre, para 4%, na terceira semana de setembro. Para 2008, as expectativas de inflação aumentaram para 4,1%. As projeções

1/ Itens suavizados no IPCA: combustíveis (domésticos), energia elétrica residencial, transporte público, combustíveis (veículos), serviços pessoais, fumo, cursos, cursos diversos e comunicação.

Gráfico 2.7 – IPCA

Medianas



estão consistentes com a meta anual para a inflação de 4,5%, estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

A expectativa para a evolução do IPCA doze meses à frente aumentou de 3,5%, no final de junho, para 3,8%, na terceira semana de setembro, movimento associado, principalmente, à revisão nas projeções para o terceiro trimestre de 2007, influenciada pela pressão, na inflação corrente, exercida pela alta dos preços agrícolas. A estabilidade das projeções para 2008 reflete a percepção de continuidade do cenário benigno para a inflação. As perspectivas tanto de menos inércia inflacionária quanto de cumprimento das metas de inflação pelo quinto ano consecutivo contribuem para manter as expectativas de inflação em patamar inferior à meta de 4,5%.

Gráfico 2.8 – IGP-M e IPA-DI

Medianas 2007

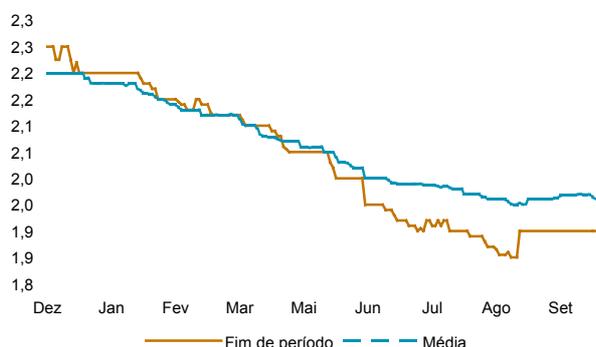


As estimativas em relação às variações dos índices gerais de preços em 2007 também avançaram. Para 2007, as medianas relativas ao Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) e ao Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) atingiram 5% e 5,3%, respectivamente, na terceira semana de setembro, ante 3,5% e 3,1%, no final de junho. Para 2008, as medianas das projeções do mercado para o IGP-M e para o IPA-DI passaram de 4% para 4,2% e 4,3%, respectivamente.

As perspectivas de reajustes reduzidos para os preços administrados contribuem para a consolidação de um cenário com menos inércia inflacionária, facilitando a ancoragem das expectativas à trajetória das metas. A mediana das expectativas relacionadas à correção dos preços administrados em 2007 atingiu 2,4% na terceira semana de setembro, ante 3,1% no final de junho. Para 2008, a projeção manteve-se em 3,8%.

Gráfico 2.9 – Câmbio

Medianas 2007



As projeções de mercado para a taxa de câmbio continuam refletindo a percepção de continuidade de cenário favorável para as contas externas. A mediana das expectativas para a taxa de câmbio média durante 2007 recuou de R\$1,99/US\$, ao final de junho, para R\$1,96/US\$, na terceira semana de setembro, e a relativa à taxa de câmbio de final de período manteve-se em R\$1,90/US\$. Considerada a mesma base de comparação, a mediana da expectativa para a taxa de câmbio média para 2008 recuou de R\$2,00/US\$ para R\$1,90/US\$, e a relativa à taxa de final de período passou de R\$2,00/US\$ para R\$1,94/US\$.

As projeções para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) acompanharam a tendência de mais incerteza nos mercados globais e a deterioração das

Tabela 2.4 – Resumo das expectativas de mercado

	30.3.2007		29.6.2007		21.9.2007	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
IPCA	3,9	4,0	3,6	4,0	4,0	4,1
IGP-M	4,1	4,0	3,5	4,0	5,0	4,2
IPA-DI	4,0	4,0	3,1	4,0	5,3	4,3
Preços Administrados	3,8	4,0	3,1	3,8	2,4	3,8
Selic (fim de período)	11,5	10,5	10,8	9,8	11,0	10,3
Selic (média do período)	12,2	11,0	11,8	10,1	11,9	10,6
Câmbio (fim de período)	2,11	2,20	1,90	2,00	1,90	1,94
Câmbio (média do período)	2,10	2,17	1,99	2,00	1,96	1,90
PIB	3,5	3,6	4,3	4,1	4,7	4,4

expectativas de inflação. A taxa Selic projetada para o final de 2007 foi revista de 10,8% a.a., ao final de junho, para 11%, na terceira semana de setembro, e a previsão para a taxa média Selic avançou 0,1 p.p., situando-se em 11,9% a.a. Adicionalmente, as projeções relacionadas à taxa Selic de fim de período e à sua média, para 2008, aumentaram, igualmente, 0,5 p.p., para 10,3% a.a. e 10,6% a.a., no período.

As projeções para o crescimento do PIB, relativas a 2007 e a 2008, aumentaram de 4,3% para 4,7% e de 4,1% para 4,4%, na mesma base de comparação.

2.6 Conclusão

O comportamento dos preços nos últimos meses e o ritmo de crescimento da demanda interna sinalizam que a recente alta da inflação, inicialmente centrada em certos produtos alimentícios, já apresenta alguns sinais de elevações mais generalizadas. Assim, esse movimento de alta da inflação deve ser considerado com cautela no âmbito da política monetária, para que os seus efeitos pontuais sejam progressivamente dissipados, sem que haja disseminação sobre os demais preços da economia, haja vista o acentuado dinamismo do mercado interno.

3.1 Crédito

O volume de crédito do sistema financeiro, consideradas as operações com recursos livres e direcionados, alcançou R\$841,5 bilhões em agosto, com aumentos de 6,7% em relação a maio e de 24,8% em doze meses, passando a representar 33,1% do PIB, ante 32% em maio último e 29,4% em agosto de 2006.

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

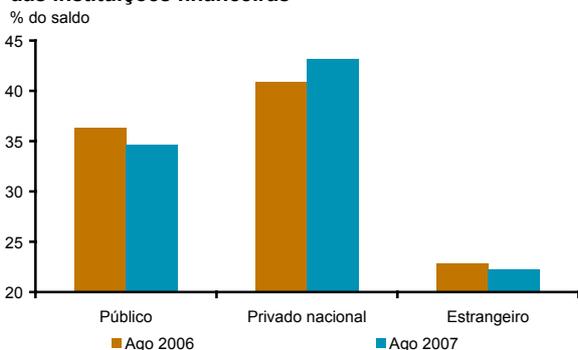
Discriminação	2007				R\$ bilhões	
	Mai	Jun	Jul	Ago	Variação %	
					3 meses	12 meses
Total	788,9	799,8	818,0	841,5	6,7	24,8
Recursos livres	548,7	557,3	572,8	590,7	7,6	28,6
Direcionados	240,2	242,5	245,2	250,8	4,4	16,6

Participação %:						
Total/PIB	32,0	32,2	32,5	33,1		
Rec. livres/PIB	22,2	22,4	22,8	23,2		
Rec. direc./PIB	9,7	9,8	9,7	9,9		

A evolução do crédito no trimestre encerrado em agosto seguiu a trajetória expansionista observada no ano, traduzindo tanto as condições mais favoráveis na sua oferta, expressas em alongamento de prazos e redução das taxas de juros, como o desempenho positivo do mercado de trabalho. A maior procura por recursos bancários, especialmente por parte das famílias, segue constituindo-se em importante suporte ao dinamismo da atividade econômica.

O desempenho do mercado de crédito permanece sustentado pelas operações referenciadas em recursos livres, especialmente aquelas voltadas ao financiamento dos gastos de consumo, com relevância para as modalidades com taxas mais reduzidas e prazos mais dilatados, a exemplo dos créditos consignados em folha de pagamento e dos financiamentos para aquisição de veículos. Ao mesmo tempo, a demanda das empresas manteve crescimento compatível com a retomada do nível de atividade, sobressaindo as operações contratadas cuja fonte são recursos domésticos. Assinale-se que, paralelamente à expansão do crédito bancário a pessoas jurídicas, o mercado de capitais vem se revelando importante fonte alternativa de financiamentos de longo prazo, em particular para as empresas de maior porte.

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras



Em relação à distribuição do crédito segundo o controle de capital das instituições financeiras, os empréstimos concedidos pelos bancos privados nacionais

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

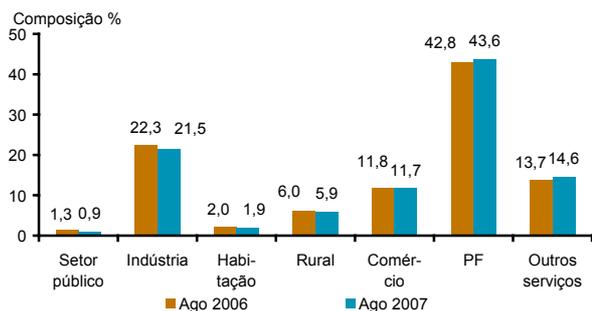


Gráfico 3.3 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições públicas

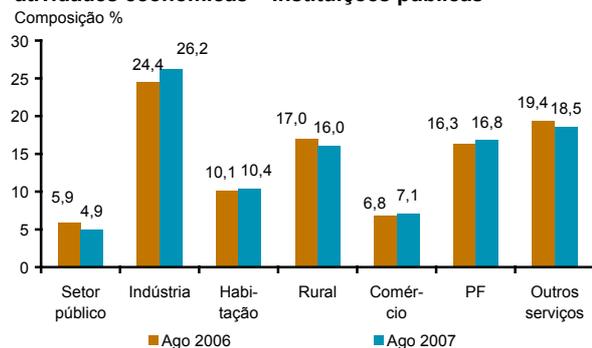


Gráfico 3.4 – Direcionamento do crédito para atividades econômicas – Instituições estrangeiras

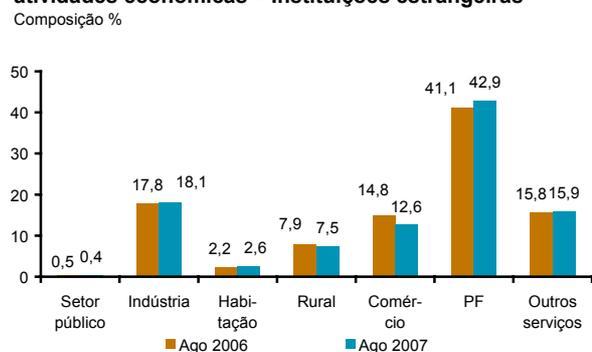
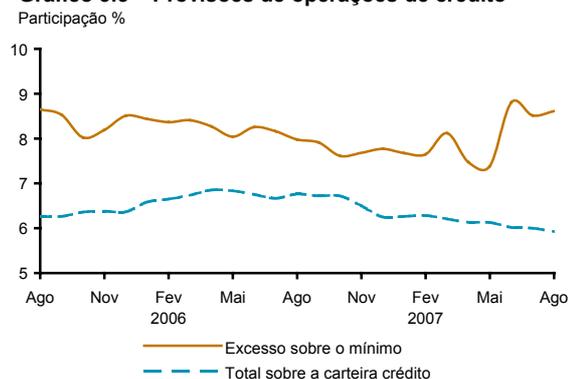


Gráfico 3.5 – Provisões de operações de crédito



representaram 43,2% do total do crédito, totalizando R\$363,2 bilhões em agosto. O aumento de 9,4% registrado em relação a maio esteve relacionado, fundamentalmente, ao dinamismo das operações destinadas a pessoas físicas, outros serviços e indústria. Os financiamentos realizados pelas instituições financeiras estrangeiras e pelos bancos públicos atingiram R\$186,9 bilhões e R\$291,4 bilhões, respectivamente, com participações relativas de 22,2% e 34,6%. Esses financiamentos cresceram, na ordem, 6,8% e 3,3% em relação a maio, impulsionados, igualmente, pelo desempenho das operações com pessoas físicas.

As operações de crédito realizadas com o setor privado alcançaram R\$823 bilhões em agosto, registrando elevação de 6,8% no trimestre. Os recursos emprestados a pessoas físicas, excluídas as operações realizadas no âmbito dos segmentos rural e de habitação, totalizaram R\$287,6 bilhões, crescendo 8% no período, e o saldo das operações com a indústria aumentou 7,8%, para R\$188,3 bilhões, ressaltando-se os setores de extração mineral, agroindústria e energia. Os empréstimos ao segmento outros serviços cresceram 7,1% no período, somando R\$136,6 bilhões, com ênfase para as atividades de administração de cartão de crédito, telefonia e locação de veículos, e os destinados ao comércio elevaram-se 7,1%, para R\$86,6 bilhões, com destaque para os segmentos lojas de departamento e setores automotivo e alimentício.

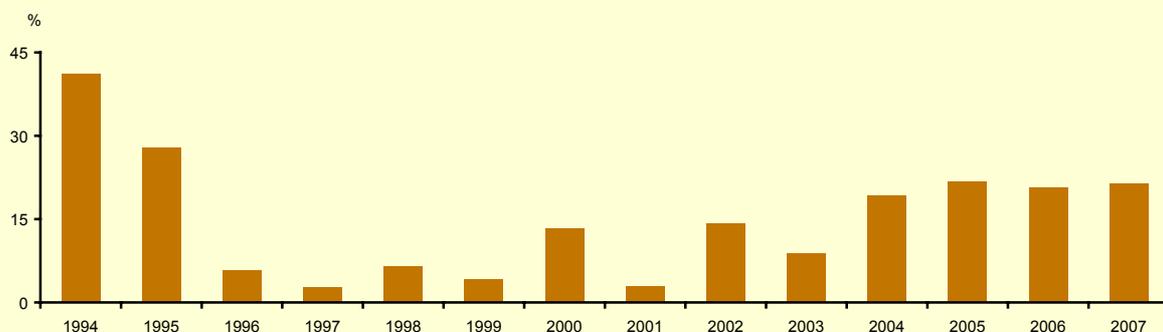
Os financiamentos contratados pelo setor público totalizaram R\$18,5 bilhões em agosto, recuando 1% em relação a maio. A dívida dos governos estaduais e municipais atingiu R\$14,7 bilhões, com aumento de 0,4% no trimestre, reflexo tanto da liquidação de contratos vinculados ao Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica (Fundeb) quanto da amortização de operações realizadas com as empresas de geração e distribuição de eletricidade. Os empréstimos para o governo federal recuaram 5,9%, para R\$3,8 bilhões, evidenciando o pagamento 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 3,4% em agosto, registrando queda de 0,3 p.p. em relação a maio. Da mesma forma, a relação do volume de provisões realizadas pelo sistema financeiro ante a carteira total de crédito apresentou diminuição de 0,2 p.p. no trimestre, atingindo 5,9% em julho. Essas taxas, limitadas para o padrão histórico, não devem constituir impedimento para a continuidade da expansão robusta do crédito.

Fases de Crescimento do Crédito

A redução das incertezas dos agentes econômicos, decorrente da estabilidade alcançada desde o Plano Real, propiciou a expansão do mercado de crédito no país. Favorecido pela aceleração do nível de atividade econômica, relativamente à demanda, e pela busca de alternativas rentáveis às operações de tesouraria do sistema financeiro, relativamente à oferta, esse processo materializou-se em três fases razoavelmente distintas de expansão do crédito: i) de 1994 a 1995; ii) de 2000 a 2002; e iii) de 2004 até o presente.

Gráfico 1 – Operações de crédito do sistema financeiro
Variação em 12 meses

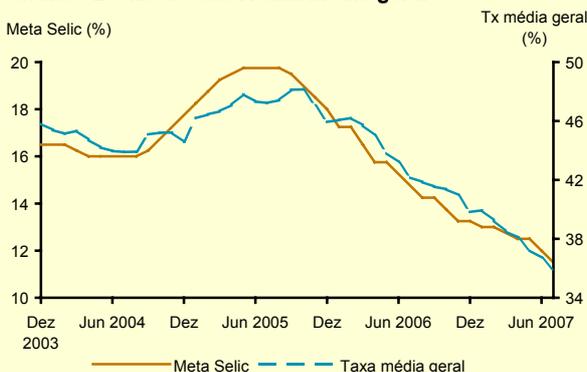


No primeiro período, a redução drástica da inflação gerou expressiva transferência de renda para os segmentos menos favorecidos da sociedade, o que resultou em elevação dos gastos com consumo e, conseqüentemente, em maior procura pelo crédito bancário. De fato, o volume total das operações de crédito atingiu R\$238,9 bilhões em dezembro de 1995, com crescimento médio de 34,5% em dois anos. Nesse período, a relação entre o crédito total e o PIB subiu de 29% para 32,1%.

A expansão econômica veio a resultar em pressões de demanda, evidenciadas, por exemplo, na elevação do grau de utilização da capacidade instalada da indústria, que subiu de 71%, em dezembro de 1992, para 81,4% em março de 1995. Medidas de política monetária foram implementadas já a partir de outubro de 1994, visando restringir a expansão do crédito pelo sistema bancário, por meio da elevação das alíquotas de recolhimento compulsório e do estabelecimento de novas obrigações sobre depósitos a prazo e operações de empréstimos, bem como pela redução do número de prestações para o crédito ao consumidor. As taxas de crescimento do crédito foram, por consequência, relativamente modestas entre 1996 e 1998.

O segundo período expansionista foi precedido de alterações significativas na política econômica em 1999, com flexibilização cambial, introdução do sistema de metas para a inflação e implementação do processo de ajuste fiscal. A condução da política monetária ganhou relevância no novo arcabouço macroeconômico, o mesmo ocorrendo com o mercado de crédito, em função de seu papel como mecanismo de transmissão dessa política. Nesse contexto, a evolução das operações de crédito no ano de 2000 refletiu a flexibilização da política monetária iniciada em 1999, após os resultados positivos obtidos com a flutuação do câmbio e com o controle da inflação. Dessa forma, as reduções da taxa Selic, das alíquotas de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e a prazo, e, complementarmente, do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) nos empréstimos a pessoas físicas, propiciaram queda significativa do custo das operações de crédito. Tais condições, associadas ao desempenho positivo dos principais fundamentos econômicos, impulsionaram a demanda por empréstimos, cujo volume cresceu 13,3% em 2000, atingindo R\$327 bilhões ao final do ano.

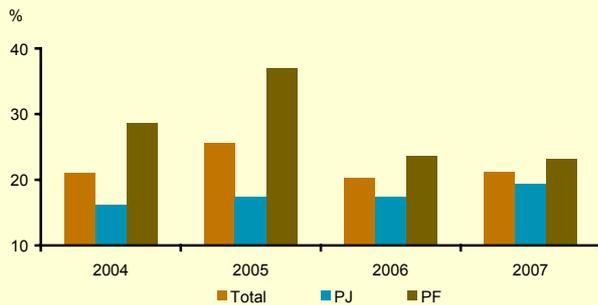
Gráfico 2 – Meta Selic X taxa média geral



Em 2001 a política monetária sofreu realinhamento, em consequência dos impactos decorrentes do racionamento de energia e da evolução desfavorável da conjuntura econômica internacional, face à crise Argentina e à retração da economia norte-americana. Superado o acirramento do nível de incerteza observado entre 2002 e 2003, a economia brasileira ingressou em novo ciclo de crescimento econômico, mais uma vez associado a desenvolvimentos positivos no mercado de crédito.

Gráfico 3 – Operações de crédito com recursos livres

Variação em doze meses



A presente fase de expansão do crédito, iniciada em 2004, mostra-se mais consistente que as anteriores, tendo em vista a consolidação da estabilidade de preços e a reforçada solidez dos fundamentos macroeconômicos, consubstanciada em expressiva elevação dos graus de sustentabilidade das finanças públicas e do balanço de pagamentos. Tal evolução tem possibilitado gradual e consistente flexibilização da política monetária, que favorece sobremaneira o desenvolvimento do mercado de crédito. Este, por sua vez, dá suporte ao processo de dinamização da atividade econômica, impulsionando, em particular, a produção e as vendas de bens de consumo duráveis e veículos, segmentos diretamente favorecidos pela maior oferta de crédito. Neste cenário, o volume total de crédito alcançou R\$818 bilhões em julho de 2007, acumulando expansão de 95,6% desde dezembro de 2003. Em igual período, a relação entre esse saldo e o PIB evoluiu de 24% para 32,5%.

Assim como em outras fases recentes de expansão do crédito, é mais intensa a alta observada nos empréstimos a pessoas físicas, que cresceram 179,9% entre dezembro de 2003 e julho de 2007, passando a responder por 49% do total, ante aumento de 87,8% nas operações a pessoas jurídicas. A participação das operações com recursos livres, que refletem mais diretamente o nível de atividade no mercado de crédito, subiu de 61% para 70% do total.

A intensificação das operações de crédito se mostra abrangente, alcançando a maior parte das modalidades e dos segmentos da economia. Porém, observa-se que o desempenho recente está diretamente relacionado à evolução robusta de algumas modalidades, tais como o arrendamento mercantil, cuja carteira evoluiu de R\$1,7 bilhão em dezembro de 2003 para R\$20,3 bilhões em julho de 2007, o crédito para aquisição de veículos, que subiu de R\$30 bilhões para R\$72,2 bilhões em igual período, e, em particular, o crédito consignado, cujo saldo, antes inexpressivo, alcançou R\$58,7 bilhões em julho de 2007. Essas operações ampliaram o acesso da população a recursos bancários com custos mais reduzidos e prazos mais dilatados, contribuindo decisivamente para a redução dos níveis de *spread* bancário e para a melhora do perfil de endividamento das famílias. Ao mesmo tempo,

as taxas de inadimplência permanecem contidas e estáveis, sem oferecer obstáculos à continuidade do cenário favorável à expansão do crédito.

Adicionalmente, a robustez e a sustentabilidade da atual evolução do crédito podem ser evidenciadas utilizando-se as definições de agregados monetários amplos como medidas da disponibilidade de recursos para operações de crédito. O agregado monetário amplo M4 é definido como o total de títulos e de moeda emitidos pelo sistema financeiro, incluindo-se o Banco Central, e pelos Tesouros Nacional, Estaduais e Municipais. O sistema financeiro capta recursos mediante a emissão de títulos e moeda e empresta esses recursos ao setor não financeiro. Esse passivo do sistema financeiro com o setor não-financeiro é o M4. Por sua vez, a base monetária ampliada (B2) constitui o passivo monetário do Banco Central e dos Tesouros das três esferas governamentais¹. Corresponde à porção do M4 passível de controle direto pelos entes governamentais.

Gráfico 4 – Oferta potencial de crédito



Gráfico 5 – Oferta potencial de crédito em relação ao M4



1/ A evolução da base monetária restrita apresenta elevada volatilidade ante a redução significativa das taxas de inflação. Buscou-se, então, a referência em B2, tendo em vista que este agregado expõe de forma mais transparente as migrações entre moeda e quase-moeda.

Subtraindo-se do M4 as contas pertencentes ao conceito de base monetária ampliada (B2), obtém-se uma identidade contábil que reflete a magnitude da intermediação financeira das sociedades de depósito ao setor privado não-financeiro. Ou seja, as captações realizadas pelas sociedades de depósito, livres de compulsórios, menos os títulos públicos pertencentes à carteira das instituições financeiras.

Em suma, a diferença entre M4 e B2 explicita o montante que as sociedades de depósito possuem disponível para emprestar às pessoas físicas e jurídicas, após apartados os recursos depositados no Banco Central ou aplicados em títulos públicos. Portanto, é o que resta para empréstimos após a atuação governamental, por meio de políticas fiscais, monetárias e cambiais.

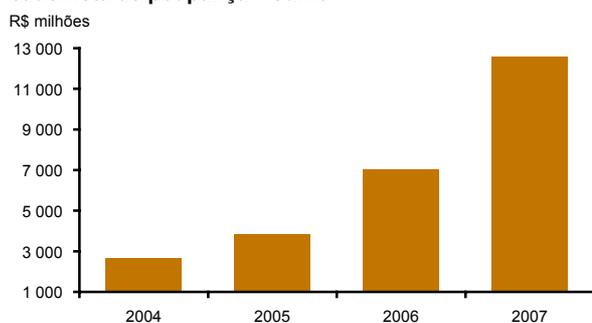
Observa-se nos Gráficos 4 e 5 crescimento substancial da oferta potencial de crédito do sistema financeiro ($M4 - B2$) a partir de meados de 2003, acompanhado pela estabilidade da relação entre a oferta potencial e o agregado monetário amplo $[(M4 - B2)/M4]$. Esses vetores corroboram a continuidade do processo de expansão das operações de crédito, com sua oferta potencial mostrando-se suficientemente estável para atender à demanda agregada.

Operações de crédito com recursos direcionados

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões					
	2007				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	240,2	242,5	245,2	250,8	4,4	16,6
BNDES	138,4	139,4	142,4	146,4	5,8	13,7
Direto	68,0	67,0	67,4	70,5	3,6	5,7
Repasses	70,4	72,4	75,0	76,0	8,0	22,4
Rural	57,1	57,6	56,7	57,4	0,6	20,6
Bancos e agências	54,3	54,8	54,1	54,6	0,6	19,4
Cooperativas	2,7	2,8	2,6	2,8	0,6	50,6
Habitação	38,0	38,7	39,3	40,1	5,4	22,6
Outros	6,7	6,8	6,8	6,9	2,6	13,8

Gráfico 3.6 – Crédito habitacional com recursos da caderneta de poupança – Julho^{1/}



1/ Desembolsos acumulados em 12 meses

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-ago		Variação %
	2006	2007	
Total	27 339	36 971	35,2
Indústria	14 222	17 627	23,9
Outros equipamentos de transportes ^{1/}	3 878	1 301	-66,5
Veículo automotor	1 977	1 793	-9,3
Metalurgia básica	595	3 200	437,8
Prod. alimentício e bebidas	2 362	3 629	53,6
Produtos químicos	415	986	137,6
Refino petróleo, coque e álcool	190	960	405,3
Comércio/Serviços	10 978	16 128	46,9
Transporte terrestre	4 627	6 411	38,6
Eletricidade, gás, água quente	2 527	3 505	38,7
Construção	870	1 277	46,8
Comércio e reparação de veículos	731	1 348	84,4
Agropecuária	2 139	3 215	50,3

Fonte: BNDES

1/ Inclui indústria aeronáutica.

O estoque de crédito contratado com recursos direcionados totalizou R\$250,8 bilhões em agosto, com crescimentos de 4,4% no trimestre e de 16,6% em doze meses. A evolução trimestral refletiu, em especial, as expansões registradas no setor habitacional, 5,4%, e nas operações realizadas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), 5,8%, que, totalizando R\$146,4 bilhões, representaram 58,4% do total das operações de crédito no segmento de recursos direcionados, destacando-se o aumento de 8% nos créditos repassados por intermédio de instituições financeiras.

A carteira de crédito habitacional atingiu R\$40,1 bilhões em agosto, expandindo-se 5,4% no trimestre e 22,6% em doze meses, evidenciando a contribuição das medidas governamentais destinadas à dinamização desse segmento nos anos recentes. Nesse sentido, os desembolsos acumulados nos doze meses encerrados em julho desse ano, lastreados por recursos da caderneta de poupança, totalizaram R\$12,5 bilhões, superando em 79,1% o volume concedido em igual período de 2006, e o número total de moradias financiadas aumentou cerca de 63,9% no período.

Os financiamentos destinados ao setor rural somaram R\$57,4 bilhões. O aumento de 0,6%, em relação a maio, refletiu a retração sazonal das linhas de crédito destinadas ao custeio agrícola, conjugada ao aumento das aplicações voltadas ao investimento e à comercialização agrícolas.

Os desembolsos do BNDES totalizaram R\$37 bilhões no período janeiro a agosto, com expansão de 35,2% em relação ao mesmo período de 2006, registrando-se acréscimos em todos os setores da atividade econômica. Os financiamentos contratados com a indústria somaram R\$17,6 bilhões, com elevação de 23,9% no período, salientando-se o aumento das operações com os setores de metalurgia básica e de alimentos e bebidas. As concessões ao segmento comércio e serviços cresceram 46,9%, para R\$16,1 bilhões, com destaque para os ramos de transporte terrestre, energia e comércio e reparação de veículos. Os desembolsos destinados à agropecuária atingiram R\$3,2 bilhões, e os direcionados às micro, pequenas e médias empresas, R\$9,9 bilhões, registrando aumentos respectivos de 50,3% e 44% no período.

As consultas formuladas ao BNDES, que representam desembolsos potenciais para investimentos de médio e longo prazos das empresas, totalizaram R\$75,6 bilhões nos primeiros oito meses do ano, 23,1% a mais que em igual período de 2006. Esse desempenho foi determinado, especialmente, pelo aumento de 77,2% nas consultas do segmento de comércio, incluindo serviços, cujo volume alcançou R\$43 bilhões, impulsionado pela demanda dos ramos de construção e energia. As solicitações da indústria recuaram 14,7%, atingindo R\$29,2 bilhões, com ênfase para a retração nos pedidos dos segmentos de metalurgia básica e outros equipamentos de transporte. As consultas relacionadas à atividade agropecuária somaram R\$3,4 bilhões, crescendo 15,2% no período.

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	2007				R\$ bilhões	
					Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	548,7	557,3	572,8	590,7	7,6	28,6
Pessoa jurídica	279,9	284,9	290,1	300,3	7,3	27,2
Recursos domésticos	221,9	227,5	229,8	234,4	5,7	26,8
Referencial ^{1/}	173,0	177,7	180,0	181,9	5,2	22,4
Leasing	23,3	24,9	26,7	28,9	23,6	70,5
Rural	2,0	2,0	1,9	1,8	-6,7	-11,3
Outros	23,6	22,9	21,2	21,8	-7,5	26,4
Recursos externos	58,1	57,4	60,3	65,9	13,5	28,7
Pessoa física	268,8	272,5	282,7	290,3	8,0	30,1
Referencial ^{1/}	215,4	217,4	221,9	226,7	5,2	23,1
Cooperativas	10,8	11,0	11,2	11,5	6,6	24,5
Leasing	18,5	19,3	20,3	21,8	17,5	79,8
Outros	24,1	24,8	29,2	30,4	26,3	72,2

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

Gráfico 3.7 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

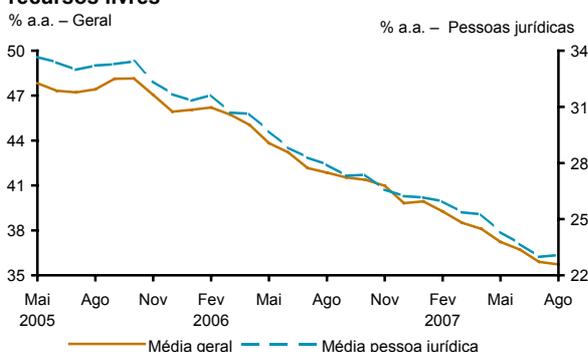
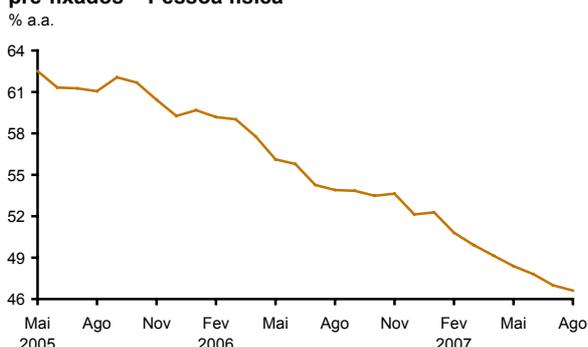


Gráfico 3.8 – Taxas das operações de crédito a juros pré-fixados – Pessoa física



Operações de crédito com recursos livres

As operações de crédito com recursos livres alcançaram R\$590,7 bilhões em agosto, registrando expansões de 7,6% no trimestre e de 28,6% em doze meses. A participação desses empréstimos no estoque total de crédito do sistema financeiro evoluiu de 69,6%, em maio, para 70,2%, em agosto.

O comportamento do crédito livre vem sendo determinado, principalmente, pela expansão das operações com pessoas físicas, que cresceram 8% no trimestre e 30,1% em doze meses, atingindo R\$290,3 bilhões. A parcela de crédito referencial para taxa de juros representou 78,1% do total de recursos livres a pessoas físicas, com ênfase para as operações consignadas em folha de pagamento, que aumentaram 6,7% no trimestre e 37,7% em doze meses. Adicionalmente, assinala-se a evolução trimestral de 6,2% nos financiamentos para aquisição de veículos, em linha com os resultados expressivos de produção e vendas do setor automobilístico.

O desempenho da carteira com recursos livres a pessoas físicas vem refletindo, além do crescimento do crédito referencial, evolução relevante da modalidade de arrendamento mercantil. Nesse sentido, o saldo das operações de *leasing* alcançou R\$21,8 bilhões em agosto, com crescimentos de 17,5% no trimestre e de 79,8% em doze meses. (Ver boxe *Operações de Leasing do Sistema Financeiro Nacional*).

Assinale-se, ainda, o desempenho do componente “outros” do segmento pessoas físicas. Esse item, que

Operações de *Leasing* do Sistema Financeiro Nacional

As operações de arrendamento mercantil vêm registrando taxas aceleradas de crescimento desde 2004 e, ao constituírem-se em uma das modalidades mais dinâmicas das operações de crédito, vêm conferindo contribuição crescente tanto para a viabilização de investimentos do setor produtivo como para o atendimento da demanda de crédito por parte das famílias, especialmente para a aquisição de veículos.

O saldo total dos contratos de *leasing* alcançou R\$50,6 bilhões em agosto de 2007, acumulando crescimento de 475,5% desde janeiro de 2004. A participação relativa do arrendamento mercantil no total do crédito com recursos livres alcançou 8,6%, ante 4,1% em dezembro de 2004. Nos últimos doze meses, o saldo dessas operações cresceu 74,4%, enquanto o de modalidades similares, como financiamentos para aquisição de veículos por pessoas físicas e empréstimos para aquisição de bens por pessoas jurídicas, elevaram-se 23,2% e 18,7%, respectivamente.

A participação crescente das operações de *leasing* entre as opções de financiamento de bens e veículos é evidenciada pelos dados relativos a novos contratos. As concessões de arrendamento mercantil somaram R\$39,7 bilhões no período de doze meses, até julho de 2007, dos quais R\$24,2 bilhões para pessoas físicas e R\$15,5 bilhões para pessoas jurídicas, segundo dados da Associação Brasileira das Empresas de *Leasing* (Abel). No mesmo período, os desembolsos por meio do crédito bancário tradicional a pessoas jurídicas, para aquisição de bens, e a pessoas físicas, para aquisição de veículos, atingiram R\$52,9 bilhões e R\$60,3 bilhões, respectivamente. Adicionalmente, constata-se que a participação dos

Gráfico 1 – Operações de *leasing*

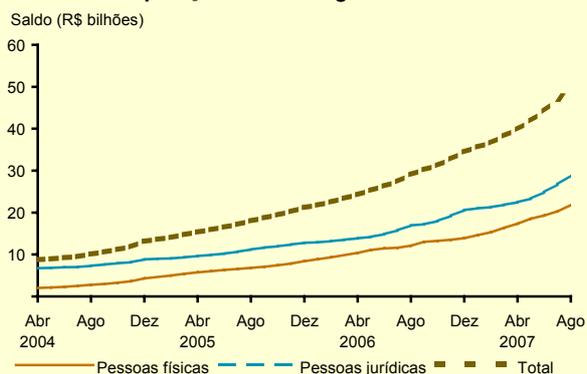
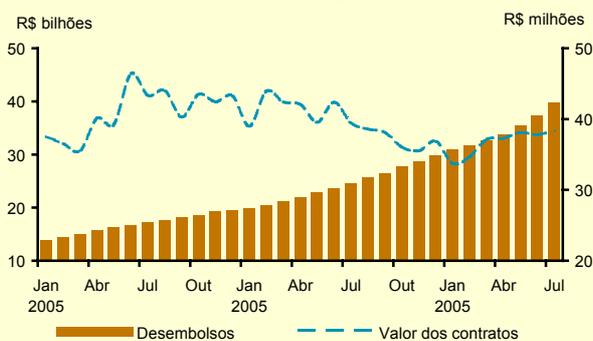


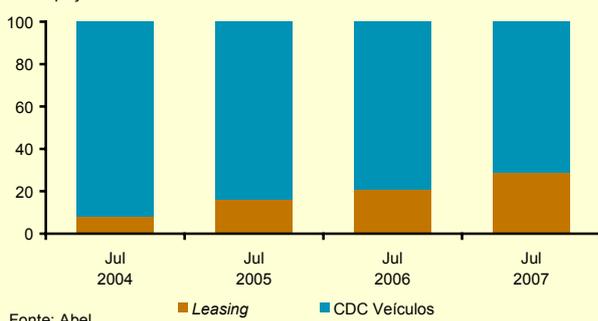
Gráfico 2 – Operações de *leasing*



Fonte: Abel

Gráfico 3 – Pessoas físicas: desembolsos em 12 meses

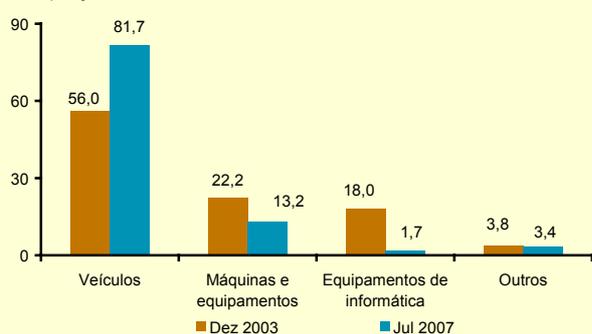
Participação %



Fonte: Abel

Gráfico 4 – Leasing – Modalidades de bens

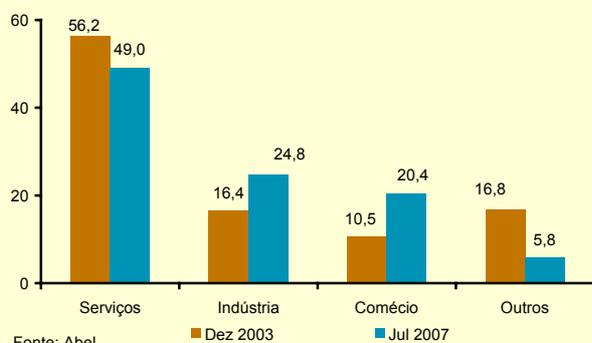
Composição %



Fonte: Abel

Gráfico 5 – Leasing – Pessoas jurídicas

Composição %



Fonte: Abel

contratos relativos a veículos automotores no total das operações aumentou de 56%, em dezembro de 2003, para 81,7%, em julho de 2007. Em sentido oposto, a parcela relativa a máquinas, equipamentos e informática decresceu de 40,2% para 14,9%, na mesma base de comparação.

Vale assinalar que a redução das taxas de juros e o aumento dos prazos praticados, tanto no crédito bancário quanto no arrendamento mercantil, têm favorecido a expansão das operações em ambos os segmentos. As taxas para aquisição de veículos por pessoas físicas, que observam patamares semelhantes às do *leasing* com a mesma destinação, recuaram de 37,4% a.a., em maio de 2005, para 28,7% a.a., em agosto de 2007, enquanto o prazo médio dos contratos passou de 471 dias para 572 dias.

Por categoria de tomador, o saldo das operações de *leasing* com pessoas físicas cresceu 79,9% em doze meses, refletindo, basicamente, contratos no segmento de veículos automotores. No mesmo período, o estoque de financiamentos contratados com pessoas jurídicas aumentou 70,5%, com ênfase nos contratos relativos a empresas que detêm frotas de veículos. A distribuição do saldo das operações de *leasing* com pessoas jurídicas, ao final de julho, registrava participação de 49% do segmento empresas prestadoras de serviços, 24,8% da indústria e 20,4% do comércio.

As Sociedades de Arrendamento Mercantil, que respondem por 71,9% do total do crédito nesse segmento, apresentavam, em agosto, 94,8% de seus créditos classificadas em curso normal e 1,6% com atrasos superiores a noventa dias. No mesmo período, a inadimplência no Sistema Financeiro Nacional situava-se em 3,4% e as operações classificadas em curso normal atingiam 91,4%.

A intensificação das operações de arrendamento mercantil é refletida no desempenho recente das emissões de debêntures, principal instrumento de funding utilizado pelo segmento. As emissões desses títulos registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) somaram R\$140 bilhões nos últimos três anos, dos quais 68% corresponderam a colocações realizadas por

empresas de arrendamento mercantil, absorvidas, principalmente, por investidores institucionais e fundos de investimento. O aporte de recursos próprios também se mostrou significativo, como indica a evolução do patrimônio líquido das empresas de arrendamento, que cresceu 292,4%, atingindo R\$41,4 bilhões em agosto de 2007.

Observe-se, adicionalmente, que o desempenho robusto do mercado de *leasing* beneficiou-se de decisão do Superior Tribunal de Justiça (STJ) em 2003, que reconheceu a legalidade do parcelamento do Valor Residual Garantido (VRG)¹ nos contratos de arrendamento mercantil. Até então, a controvérsia no âmbito judicial vinha restringindo a expansão dos negócios, que apresentavam seguidas retrações desde 1999.

1/ Valor contratualmente estipulado para exercício de opção de compra do bem arrendado ou o valor contratualmente garantido pela arrendatária como mínimo que será recebido pela arrendadora na venda a terceiros do bem arrendado, na hipótese de não ser exercida a opção de compra (Portaria MF 564/78).

apresentou a maior taxa de crescimento trimestral, incorpora as operações de compras com cartão de crédito realizadas à vista e parceladas sem incidência de juros, que aumenta acentuadamente como reflexo da expansão do mercado de cartões de crédito, sustentada, sobretudo, pela ampliação da base de clientes e pela oferta abundante de crédito.

Os empréstimos destinados às pessoas jurídicas totalizaram R\$300,3 bilhões em agosto, registrando aumento de 7,3% em relação a maio e de 27,2% em doze meses. As modalidades referenciadas em moeda estrangeira registraram a alta mais expressiva no trimestre, 13,5%, alcançando R\$65,9 bilhões, ressaltando-se os aumentos das linhas de repasses externos, com variações de 24,4% no trimestre e de 42,7% em doze meses, e de financiamentos à importação, 23% e 37,5%, respectivamente.

O volume das modalidades com recursos domésticos alcançou R\$234,4 bilhões, com variação de 5,7% no trimestre. Esse resultado esteve vinculado, principalmente, ao acréscimo de 5,2% nas operações de crédito referencial, que responderam por 77,6% do total de recursos domésticos, evidenciando o aumento de 10% nas operações que envolvem capital de giro, principal item desse segmento. O saldo das operações de arrendamento mercantil atingiu R\$28,9 bilhões, registrando expansões de 23,6% no trimestre e de 70,5% em doze meses, com ênfase também para as operações com veículos.

Em linha com a trajetória de flexibilização monetária, a taxa média de juros das operações de crédito referencial decresceu 1,5 p.p. no trimestre encerrado em agosto, atingindo 35,7% a.a., a menor da série histórica iniciada em junho de 2000.

O custo médio das operações com pessoas físicas recuou 1,8 p.p. no trimestre encerrado em agosto, situando-se em 46,6% a.a., também o patamar mais reduzido da série iniciada em julho de 1994, sendo registradas reduções nas taxas de todas as modalidades desse segmento, em especial nas de crédito pessoal, 1,8 p.p., veículos, 1,1 p.p., e cheque especial, 0,8 p.p. Ressalte-se a importância, para a queda no custo dos empréstimos para pessoas físicas, do contínuo crescimento das operações de crédito consignado. Os encargos médios no segmento de pessoas jurídicas decresceram 1,2 p.p. no período, atingindo 23,1%, menor valor desde junho de 2000.

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

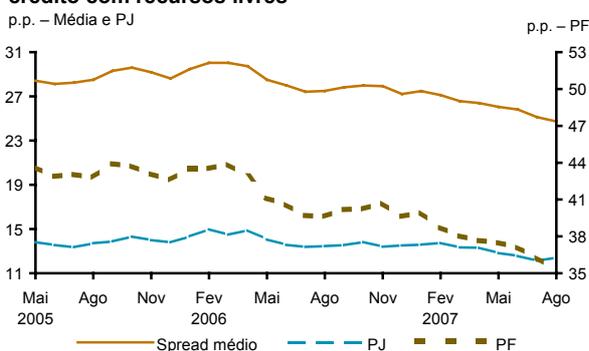
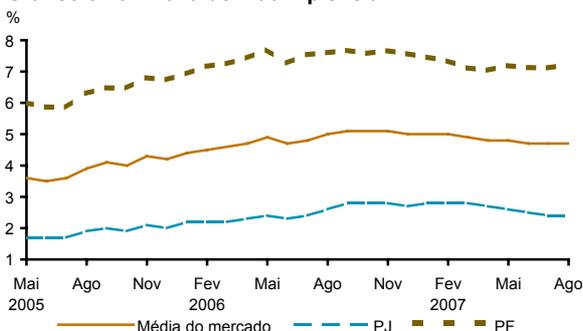
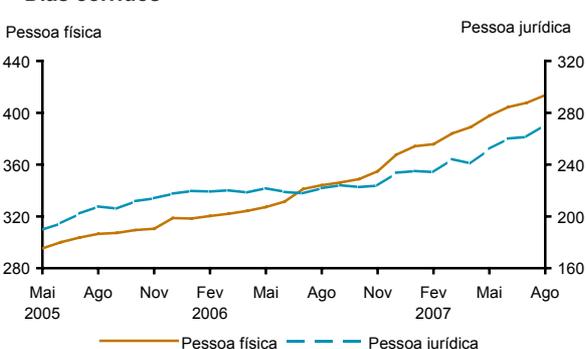


Gráfico 3.10 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

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



O *spread* bancário, acompanhando o ciclo declinante das taxas ativas, alcançou 24,7 p.p. em agosto, com redução de 1,3 p.p. em relação a maio. Esse resultado refletiu recuos de 0,4 p.p. e 2,2 p.p. nos *spreads* dos segmentos de pessoas jurídicas e de pessoas físicas, respectivamente, que se situaram em 12,4 p.p. e 35,3 p.p. O *spread* do segmento de pessoas físicas atingiu o patamar mais reduzido desde julho de 2004.

A inadimplência no segmento de crédito referencial, correspondente aos atrasos acima de noventa dias, decresceu 0,1 p.p. nos últimos três meses, situando-se em 4,7% em agosto. Esse resultado decorreu de redução de 0,2 p.p. na inadimplência no segmento de pessoas jurídicas, que alcançou 2,4%, e da estabilidade nos atrasos relativos às operações com pessoas físicas, que se situou em 7,2%.

O prazo médio das operações de crédito com recursos livres atingiu 339 dias em agosto ante 280 dias no mesmo mês de 2006. No segmento de pessoas físicas, o prazo das operações contratadas aumentou setenta dias, alcançando 414 dias, influenciado, sobretudo, pelo crescimento na modalidade de crédito pessoal. O prazo médio nas operações com pessoas jurídicas alcançou 271 dias, aumentando 49 dias no período, o que evidencia o crescimento das operações que envolvem capital de giro. Os prazos médios registrados em agosto foram os pontos de máximo das respectivas séries, tanto para pessoas físicas quanto jurídicas, registrando aumentos de 105 e 135 dias, respectivamente, em relação aos pontos de mínimo. Essa situação, deve-se registrar, ocorreu a despeito do aumento da volatilidade experimentada pelos mercados desde meados de junho.

3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) atingiu R\$169,9 bilhões em agosto. A expansão de 23,2% registrada nos últimos doze meses refletiu acréscimos de 19,3% no saldo médio do papel-moeda em poder do público e de 25,7% nos depósitos à vista.

Considerados os números dessazonalizados e deflacionados pelo IPCA, o M1 cresceu 5,6% no trimestre encerrado em agosto em relação ao trimestre finalizado em maio. A trajetória ascendente do agregado esteve associada ao nível da atividade econômica e, particularmente, ao ritmo de expansão das operações de crédito.

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

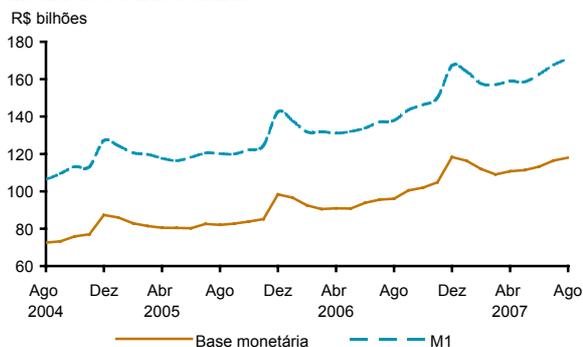
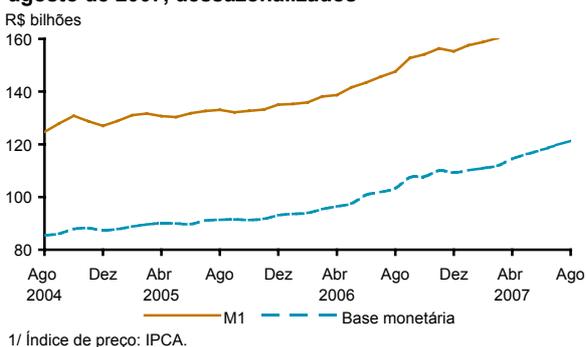


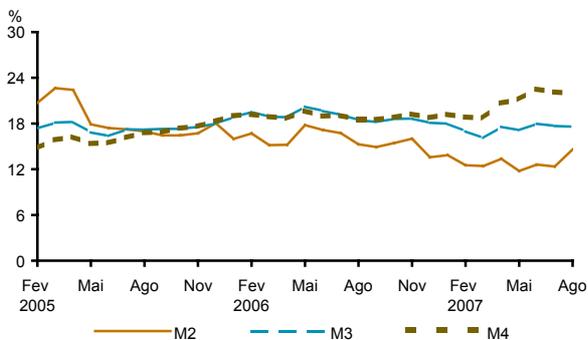
Gráfico 3.13 – M1 e base monetária a preço de agosto de 2007, dessazonalizados^{1/}



Compatível com o movimento do M1, a base monetária, avaliada pela média dos saldos diários, alcançou R\$117,4 bilhões em agosto. A variação de 22,3% registrada em doze meses decorreu dos crescimentos de 18,8% no saldo médio do papel-moeda emitido e de 30,5% em reservas bancárias.

No que se refere às fontes de emissão primária de moeda no trimestre encerrado em agosto, as operações do setor externo foram expansionistas em R\$37,1 bilhões, como resultado das compras líquidas de divisas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio. Em sentido oposto, foram registrados impactos contracionistas a partir da movimentação da conta única do Tesouro Nacional, R\$9 bilhões, e das demais operações com o sistema financeiro, R\$2,4 bilhões. Nesse último segmento, destacaram-se os recolhimentos compulsórios de R\$1,6 bilhão sobre os depósitos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e de R\$1 bilhão relativo à exigibilidade adicional sobre depósitos. Esses fatores, associados às colocações líquidas de títulos públicos federais, de R\$19,5 bilhões, resultaram em crescimento de R\$6,2 bilhões da base monetária no trimestre, considerados os saldos em final de período.

Gráfico 3.14 – Meios de pagamento ampliados – Variação percentual em 12 meses



No conceito M2, que agrega ao M1 os depósitos para investimentos, os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, os meios de pagamento elevaram-se 4,8% em relação a maio e 14,6% ante agosto de 2006. Os saldos das cadernetas de poupança e dos títulos privados cresceram 6,3% e 2,8%, respectivamente, no trimestre.

O saldo de M3, conceito que agrega 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 entre o público e o setor financeiro, registrou alta de 3,4% em relação a maio, atingindo R\$1,5 trilhão. O conceito M4, que compreende o M3 mais os títulos públicos de detentores não financeiros, apresentou saldo de R\$1,8 trilhão em agosto, com crescimento de 4,2% no trimestre e de 22,6% em doze meses.

Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto

O impacto monetário das operações primárias com títulos públicos do Tesouro Nacional (TN) foi expansionista em R\$22,5 bilhões, no trimestre encerrado em agosto, efeito

de vencimentos de R\$93,9 bilhões, resgates antecipados de R\$4,6 bilhões e colocações de R\$75,9 bilhões em títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi). Em paralelo, foram realizadas operações de troca no valor de R\$31,9 bilhões, das quais 37% em Letras do Tesouro Nacional (LTN).

Dando continuidade ao processo de substituição dos títulos indexados à taxa de câmbio e à taxa Selic por títulos com rentabilidade pré-fixada ou vinculada a índice de preços, as colocações concentraram-se em Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), com participação de 32,8% no total, e em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F), que representaram 25,2% do total das emissões. Por se apresentarem tipicamente como títulos de médio e longo prazo, a boa aceitação desses títulos, além de minimizar os custos de financiamento em longo prazo, contribui para o alongamento do prazo médio da DPMFi e, com isso, para a redução do risco de refinanciamento incorrido pelo TN. Ao final de agosto, esse prazo médio subiu para 35,2 meses, ante 33,3 meses ao final de maio. Quanto à composição da dívida, reforçando tendência delineada no segundo trimestre de 2007, observou-se preponderância de títulos pré-fixados, com participação de 36,4% na DPMFi, e de títulos remunerados pela taxa Selic, com 35,3% do total da dívida em mercado.

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

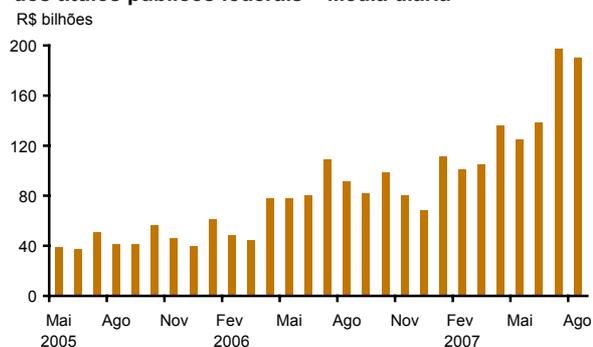
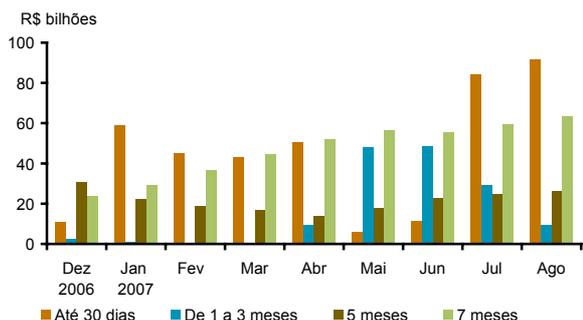


Gráfico 3.16 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Fim de período



Ao final de agosto, a posição líquida de financiamento da autoridade monetária com títulos públicos federais alcançou saldo médio diário de R\$189,1 bilhões, ante R\$130,2 bilhões em maio. Esse crescimento esteve vinculado, principalmente, à esterilização das operações primárias do TN e das compras de moeda estrangeira realizadas pela autoridade monetária.

Refletindo o aumento da incerteza no cenário internacional, que exerceu certo impacto sobre as taxas de juros de mercado no Brasil, a administração da liquidez bancária, realizada por meio de operações compromissadas, apresentou concentração em operações de curtíssimo prazo, cujo saldo médio cresceu de R\$5,7 bilhões, em maio, para R\$90 bilhões em agosto. Ressalte-se que essa expansão esteve associada ao vencimento de R\$49,5 bilhões em LTN no primeiro dia útil de julho, ocasião em que a posição líquida de financiamento total alcançou R\$198,2 bilhões. Nos demais prazos, de 1 a 3 meses, 5 meses e 7 meses, os saldos médios diários variaram, no trimestre, de R\$48,1 bilhões para R\$9,7 bilhões; de R\$17,8 bilhões para R\$26,2 bilhões; e de R\$56,6 bilhões para R\$63,3 bilhões, respectivamente.

Gráfico 3.17 – Selic x swap DI x Pré

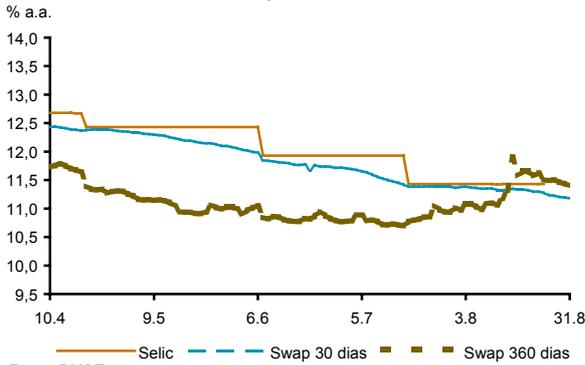


Gráfico 3.18 – Taxa de juros ex ante deflacionada pelo IPCA para 12 meses

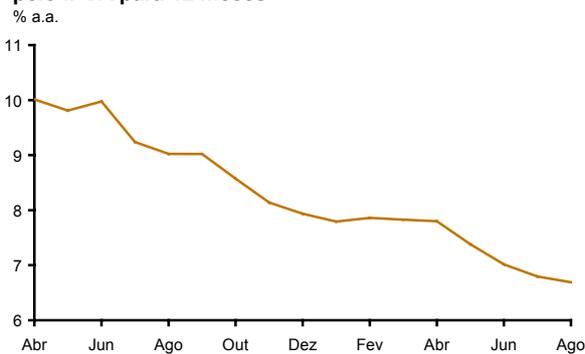


Gráfico 3.19 – Ibovespa

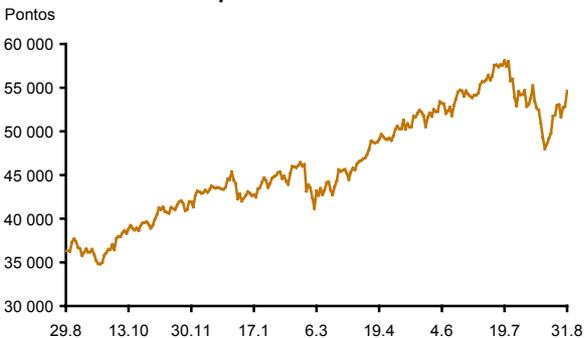
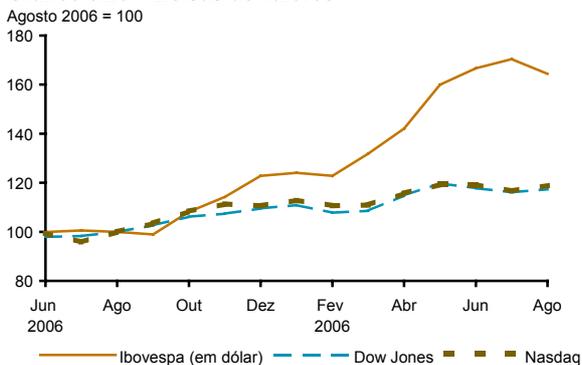


Gráfico 3.20 – Bolsas de valores



Sustentando o fortalecimento de sua posição ativa na exposição cambial da dívida pública federal, o Banco Central ofertou US\$4,6 bilhões em *swap* cambial reverso, no trimestre encerrado em agosto. Assinalem-se, ainda, os vencimentos de US\$3 bilhões desse instrumento e de US\$35,5 milhões em títulos cambiais. A posição da dívida exposta à variação cambial, considerando-se as operações de *swap*, manteve relativa estabilidade, passando de -2,2%, em maio, para -2,1% do total da DPMFi, em julho.

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

Após sucessivas reduções de taxas na curva de juros para todos os vértices, as taxas de juros futuros dos contratos de *swap* DI x pré mostraram inversão da curva de juros a partir do vértice de 240 dias. O contrato de *swap* DI x pré de 360 dias sofreu aumento de 41 pontos base, atingindo 11,4% a.a., ao final de agosto, ante 10,99% a.a., ao final de maio, tendo em vista a ampliação do grau de incerteza por parte dos investidores, evidenciada, entre outros fatores, pela elevação do risco-país, que apresentou média de 173 pontos no trimestre encerrado em agosto, ante 163 pontos no trimestre anterior.

A taxa de juros Selic real *ex ante* para os próximos doze meses, calculada com base na pesquisa Relatório de Mercado, de 31 de agosto, realizada pelo Banco Central, alcançou 6,7% a.a., ante 7,38% a.a. no final de maio.

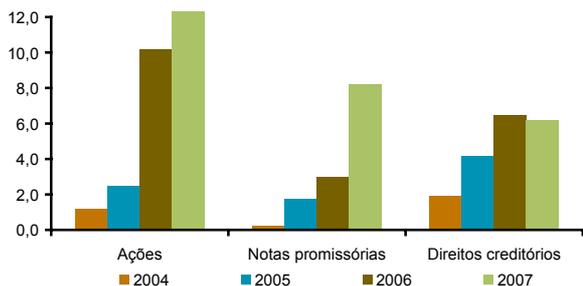
Mercado de capitais

O desempenho do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), com sucessivos recordes de fechamento desde março, refletiu a volatilidade das bolsas internacionais. O Ibovespa apresentou, ao final de agosto, elevação de 4,5% em relação a maio, atingindo 54.637 pontos, após oscilar entre a máxima de 58.124 pontos e a mínima de 48.015 pontos, no período. A média diária do volume transacionado na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) totalizou R\$5,1 bilhões no trimestre encerrado em agosto, acréscimo de 23,6% em relação ao trimestre anterior, apresentando o valor máximo de R\$18,4 bilhões em 15 de agosto.

Avaliado em dólares, o Ibovespa aumentou 2,8% em relação ao trimestre encerrado em maio. No mesmo período, os índices *Dow Jones* e *Nasdaq* decresceram 2% e 0,3%, respectivamente.

Gráfico 3.21 – Emissões primárias no mercado de capitais

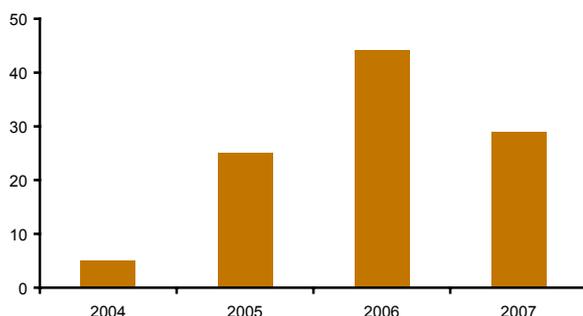
R\$ bilhões – Acumulado até agosto



Fonte: CVM

Gráfico 3.22 – Emissão primária de debêntures

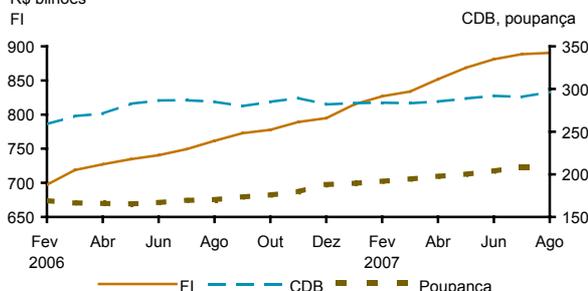
R\$ bilhões – Acumulado até agosto



Fonte: CVM

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

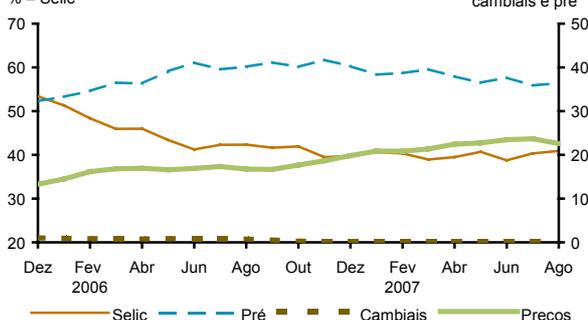
R\$ bilhões



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

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

% – Selic



O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$46,5 bilhões no trimestre encerrado em agosto. O crescimento das debêntures como instrumento de captação no mercado de capitais nos últimos anos vem sendo determinado, em parte, pelas significativas emissões de empresas de arrendamento mercantil, que responderam, nos oito primeiros meses de 2007, por 73% das emissões realizadas nesse período, as quais somaram R\$29 bilhões, ante R\$44,2 bilhões em igual período de 2006. As captações por meio de ações e direitos creditórios atingiram R\$13,2 bilhões e R\$2,7 bilhões, respectivamente, no trimestre encerrado em agosto, ante R\$5,5 bilhões e R\$3,3 bilhões, no período correspondente do ano anterior.

Aplicações financeiras

O saldo de recursos nas aplicações financeiras, considerados os fundos de investimento, os depósitos a prazo e as cadernetas de poupança, alcançou R\$1,5 trilhão em agosto, apresentando aumentos de 4,2% em relação a maio e de 19,9% em doze meses.

O patrimônio líquido dos fundos de investimento, considerados os fundos cambiais, os de curto prazo, os de renda fixa, os multimercados e os referenciados, totalizou R\$889,2 bilhões em agosto, assinalando aumento trimestral de 2,4%. Ressalte-se que as turbulências verificadas no mercado financeiro em meados de agosto reduziram a rentabilidade das diversas classes, resultando em captação líquida de R\$4,8 bilhões por parte dos fundos referenciados, que, até o final de julho, registravam retiradas líquidas de R\$11,1 bilhões em 2007. As participações relativas das modalidades de renda fixa, multimercados e referenciados situaram-se em 51,3%, 26,5% e 19%, respectivamente, consideradas as posições em agosto.

A composição da carteira consolidada dos fundos de investimento permaneceu concentrada em títulos públicos, 57% do total. Dentre os títulos privados, é crescente a participação de títulos corporativos, passando de 4,9%, em maio, para 5,1% em 28 de agosto, e a parcela relativa a títulos bancários recuou de 11,2% para 10,8%.

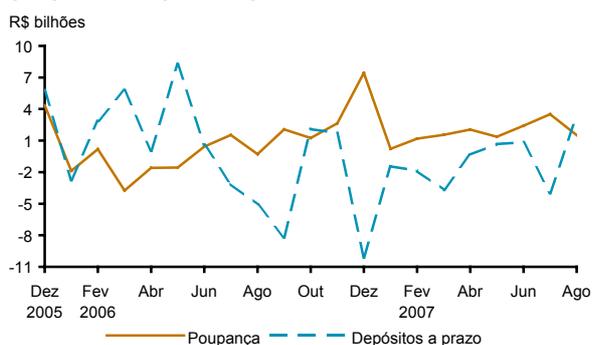
O patrimônio líquido dos fundos de investimento extramercado, que administram recursos de propriedade das entidades da administração federal indireta, somou R\$24,9 bilhões em agosto, apresentando acréscimo trimestral de

2,3%, embora registrasse resgates líquidos de R\$101,9 milhões.

A despeito da volatilidade nos mercados financeiros e da menor rentabilidade das ações, o patrimônio líquido consolidado dos fundos de investimento voltados especificamente ao mercado de renda variável cresceu 13% no trimestre encerrado em agosto, atingindo R\$123 bilhões. O patrimônio líquido dos Fundos Mútuos de Privatização (FMP-FGTS) e dos Fundos Mútuos de Privatização – Carteira Livre (FMP-FGTS CL) somou R\$13,4 bilhões, elevando-se 10,6% em relação à posição de maio.

O saldo das cadernetas de poupança cresceu 6,4% no trimestre, somando R\$212,8 bilhões, favorecido pela captação líquida de R\$9,2 bilhões registrada no período. No mesmo período, os depósitos a prazo cresceram 3,2%, atingindo R\$298,1 bilhões, e apresentaram captação líquida de R\$1,4 bilhão ao final do trimestre.

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



3.3 Política fiscal

Foi promulgada, em agosto, a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2008, que estabeleceu a manutenção da meta de superávit primário do setor público em 3,8% do PIB, com metas, por segmentos, de 2,2% para o Governo Central; 0,65% para as empresas estatais federais; e 0,95% para os governos e empresas estatais regionais. Foi ampliado, de R\$11,3 bilhões, previstos para este ano, para R\$11,8 bilhões, o limite de dedução do superávit primário das despesas incluídas no Projeto Piloto de Investimento.

Também em agosto, o governo encaminhou ao Congresso Nacional os projetos da Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2008 e do Plano Plurianual (PPA) para o período 2008-2011. O projeto da LOA prevê, para 2008, elevação das receitas e despesas em percentual do PIB, com a manutenção do superávit primário estabelecido na LDO 2008. Para médio prazo, o PPA sinaliza, no entanto, a redução das receitas e despesas primárias.

Prosseguem as discussões, no Congresso Nacional, a respeito da prorrogação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) e da Desvinculação dos Recursos da União (DRU), cujos prazos de validade expiram no final do ano. Para manter os planos e os projetos previstos para os próximos anos, o governo pretende prorrogá-las até 2011.

Necessidades de financiamento do setor público

Tabela 3.5 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário – Janeiro-julho

Segmento	2005		2006		2007	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-46,0	-3,8	-42,1	-3,2	-49,1	-3,4
Governos reg.	-14,9	-1,2	-13,2	-1,0	-21,8	-1,5
Empr. estatais	-7,8	-0,6	-7,4	-0,6	-8,7	-0,6
Total	-68,7	-5,7	-62,8	-4,8	-79,6	-5,5

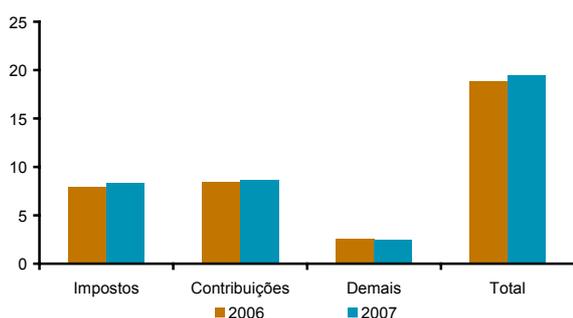
O superávit primário do setor público não financeiro acumulado até julho de 2007 alcançou R\$79,6 bilhões, equivalente a 5,58% do PIB, sugerindo o cumprimento da meta de superávit estabelecida para o ano. O aumento de 0,76 p.p. do PIB, em relação ao superávit assinalado no mesmo período de 2006, evidencia melhora dos resultados em todos os segmentos do setor público. O superávit acumulado nos últimos doze meses alcançou 4,37% do PIB.

O desempenho do Governo Central traduziu o aumento de 13,2% nas receitas, em linha com a intensificação da atividade econômica, a elevação da massa salarial e os ingressos resultantes dos programas de parcelamento de débitos na Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB), na Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional e no Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

Gráfico 3.26 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Acumulado até julho

% do PIB



As receitas do Tesouro cresceram 0,6 p.p. do PIB, em relação aos sete primeiros meses de 2006, influenciadas pelo crescimento na arrecadação do Imposto de Renda – Pessoa Jurídica e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), em razão da maior lucratividade das empresas – em especial nos setores de veículos automotores – e pela retomada do recolhimento regular de tributos por parte do setor financeiro, anteriormente suspenso em decorrência de demandas judiciais.

A elevação da venda de automóveis favoreceu a arrecadação do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), que subiu 17,3% no período, e da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins), 11,1%. Destaque-se ainda, entre os tributos federais, os crescimentos de 37% na arrecadação do Imposto de Renda – Pessoa Física, decorrente, sobretudo, do aumento nos recolhimentos sobre ganhos de capital na alienação de bens; e de 10,4% na arrecadação do Imposto de Renda Retido na Fonte, impulsionado pelo aumento do imposto incidente sobre remessas ao exterior, outros rendimentos e rendimentos do trabalho, este último influenciado pelo crescimento da massa salarial.

Em sentido inverso, a apreciação cambial e a redução do preço internacional do petróleo contribuíram para o menor desempenho na arrecadação de receitas derivadas de *royalties* e da participação especial pela exploração e produção de petróleo e gás natural, reduzindo em R\$1,1 bilhão, relativamente ao ano anterior, o total arrecadado

com a cota-parte de compensações financeiras. As receitas com dividendos também decresceram nos primeiros sete meses de 2007, reflexo da redução nos pagamentos de dividendos das empresas estatais financeiras.

Gráfico 3.27 – Principais setores econômicos de arrecadação da RFB (Jan-jun/2007)

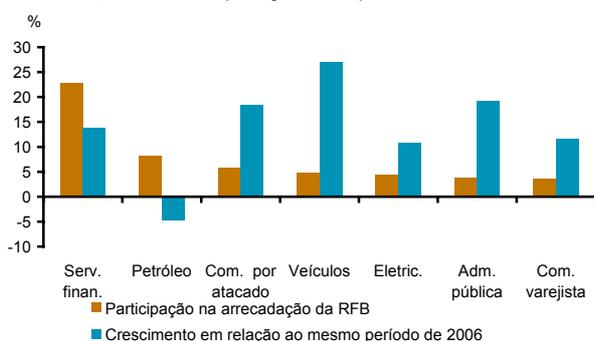


Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional
Janeiro-julho

Discriminação	2006		2007	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Total	123 087	9,46	139 514	9,79
Pessoal e encargos	58 308	4,48	66 448	4,66
Custeio e capital	64 424	4,95	72 828	5,11
FAT	7 567	0,58	9 200	0,65
Subs. e subv.	4 700	0,36	3 662	0,26
Loas/RMV	6 481	0,50	7 667	0,54
Outras	45 676	3,51	52 299	3,67
Transf. ao Bacen	354	0,03	238	0,02

Fonte: STN

Assinale-se que entre os principais setores responsáveis pela arrecadação de tributos administrados pela RFB, apenas o setor de derivados de petróleo e biocombustíveis apresentou redução da arrecadação nos sete primeiros meses de 2007, da ordem de 4,7%, mas situou-se como o segundo mais importante provedor de impostos federais arrecadados pela RFB após serviços financeiros. Ressalte-se que o aumento da arrecadação de tributos no setor veículos automotores foi o mais representativo, entre os principais setores responsáveis pela arrecadação.

As despesas do Tesouro aumentaram 0,33 p.p. do PIB nos sete primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2006. Em termos nominais, o aumento atingiu R\$ 16,4 bilhões, dos quais R\$ 8,4 bilhões em despesas com custeio e capital e R\$ 8,1 bilhões em despesas com pessoal e encargos.

A evolução das despesas com pessoal e encargos refletiu a elevação de 13,6% registrada no Poder Executivo, resultante da reestruturação de carreiras de servidores públicos civis e militares. O aumento das despesas no âmbito dos poderes Legislativo e Judiciário e do Ministério Público da União alcançou 4,6%, reflexo, em parte, da redução no pagamento de precatórios de pessoal da Justiça do Trabalho e da Justiça Federal.

As despesas com custeio e capital elevaram-se em 0,16 p.p. do PIB nos primeiros sete meses de 2007, com ênfase para o aumento de 0,06 p.p. do PIB nas despesas com o Fundo de Assistência ao Trabalhador (FAT), consequência do aumento do salário mínimo e da elevação, de 11,8 milhões para 14,1 milhões, no número de beneficiários atendidos. Esses dois fatores contribuíram para elevar em 18,3% as despesas com benefícios assistências da Lei Orgânica da Assistência Social (LOAS)/Renda Mensal Vitalícia (RMV), que cresceram 0,04 p.p. do PIB em relação aos sete primeiros meses de 2006.

As despesas com subsídios e subvenções econômicas reduziram-se em 2007, evidenciando a não correspondência da capitalização de R\$ 1,5 bilhão da Empresa Gestora de Ativos (Emgea), realizada em 2006. Os gastos com programas como Investimento Rural e Aquisições do Governo Federal também foram reduzidos, contribuindo para que, no total, as despesas com subsídios e subvenções recuassem mais de R\$ 1 bilhão.

Gráfico 3.28 – Governo federal: despesas pagas de investimentos até julho

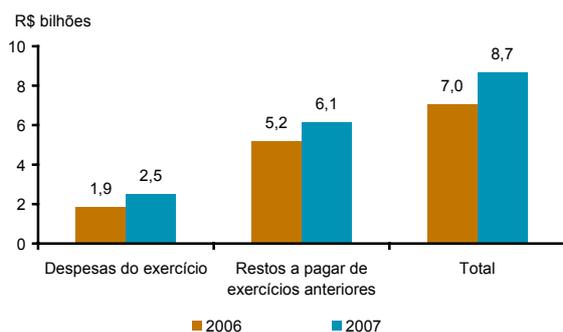


Gráfico 3.29 – Governo federal: despesas pagas de investimento por órgão em 2007

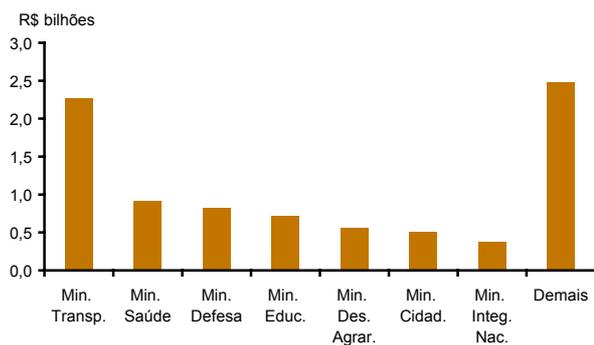


Gráfico 3.30 – Despesas com o Projeto Piloto de Investimentos

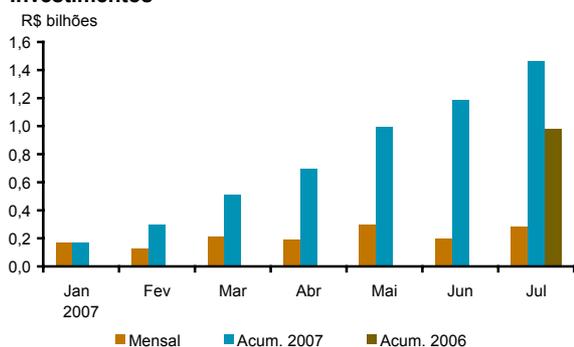
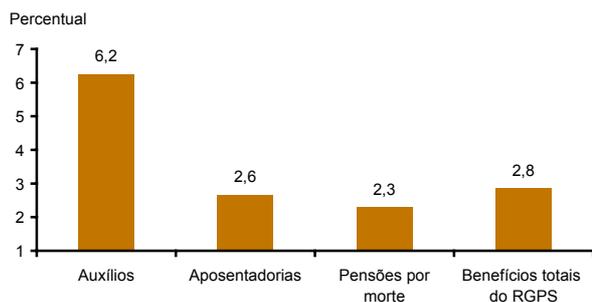


Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social

Discriminação	R\$ bilhões		
	2006	2006 Jan-jul	2007 Jan-Jul
Arrecadação bruta	133,7	70,8	82,0
Restituição/devolução	-0,5	-0,2	-0,3
Transf. a terceiros	-9,7	-5,7	-7,7
Arrecadação líquida	123,5	65,0	74,0
Benefícios previdenciários	165,6	87,4	98,0
Resultado Primário	-42,1	-22,4	-24,0
Resultado Primário/PIB	-1,81%	-1,72%	-1,68%

Gráfico 3.31 – Crescimento da quantidade média de benefícios emitidos pela Previdência Social (Jan-jul 2007/Jan-jul 2006)



Fonte: STN

As outras despesas de custeio e capital, que abrangem gastos com investimentos e outras despesas discricionárias, entre elas programas de combate à pobreza, elevaram-se em 14,5% nos primeiros sete meses de 2007.

No que se refere especificamente aos investimentos, destaque-se a elevação, em 2007, tanto nas despesas referentes ao orçamento do próprio exercício quanto nas despesas de restos a pagar, relativas a recursos empenhados em exercícios anteriores. O crescimento total atingiu 22,9%, sendo que as despesas do próprio exercício cresceram 33,1%, o que reflete o esforço de aceleração de investimentos públicos, em consonância com as diretrizes em vigor. O Ministério dos Transportes concentrou 26,3% das despesas com investimentos do governo federal em 2007, seguido pelos Ministérios da Saúde e da Defesa.

As despesas incluídas no Projeto Piloto de Investimentos, passíveis de serem deduzidos da meta de superávit primário estabelecida para o ano, subiram 49,6% em 2007, atingindo R\$1,5 bilhão até julho. O limite para dedução da meta de superávit primário no ano, segundo a LDO, é de R\$11,3 bilhões.

Nos primeiros sete meses do ano, o deficit da Previdência Social atingiu R\$24 bilhões, reduzindo-se 0,04 p.p. do PIB em relação ao resultado obtido em igual período de 2006. A arrecadação líquida registrou acréscimo de 14%, influenciada pelo crescimento de 15,6% nas receitas de contribuições previdenciárias, que atingiram 5,2% do PIB, resultado, sobretudo, da elevação da massa salarial e do nível de emprego formal.

O crescimento nominal do deficit previdenciário refletiu o aumento de 12,2% nas despesas com benefícios, que atingiram R\$98 bilhões nos sete primeiros meses de 2007, representando 6,9% do PIB, ante 6,7% no período correspondente de 2006. Essa evolução esteve associada, fundamentalmente, ao aumento no valor médio dos benefícios pagos, como consequência do reajuste do salário mínimo e do aumento dos benefícios com valores acima do piso; e ao crescimento de 2,8% na quantidade média mensal de benefícios pagos.

As transferências para estados e municípios cresceram 13% nos primeiros sete meses de 2007, em relação ao mesmo período de 2006, situando-se em 4,22% do PIB. As transferências para os fundos constitucionais, em linha com o crescimento dos tributos compartilhados,

Gráfico 3.32 – Transferências para estados e municípios

Acumulado até julho
R\$ bilhões

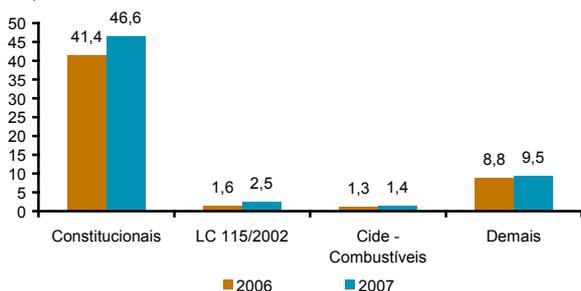


Gráfico 3.33 – Arrecadação de ICMS

R\$ bilhões

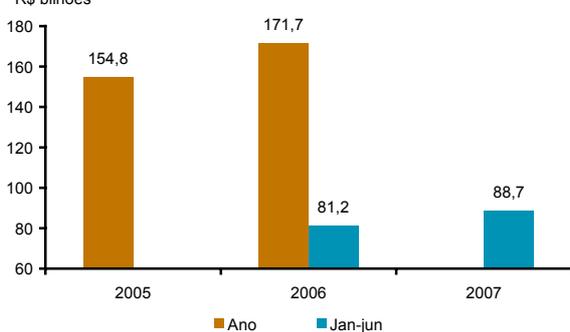


Gráfico 3.34 – Crescimento percentual das receitas de ICMS por região

Jan-jun/2007/Jan-jun/2006

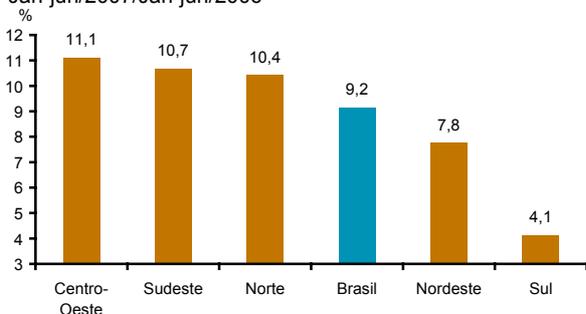


Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público – Janeiro-julho

Discriminação	2006		2007	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	32,3	2,5	13,4	0,9
Primário	-62,8	-4,8	-79,6	-5,5
Juros	95,1	7,3	92,9	6,5
Fontes	32,3	2,5	13,4	0,9
Financiamento interno	97,5	7,5	180,6	12,6
Dívida mobiliária	110,7	8,5	209,2	14,6
Dívida bancária	-7,9	-0,6	-25,9	-1,8
Outros	-5,3	-0,4	-2,6	-0,2
Financiamento externo	-65,2	-5,0	-167,3	-11,7

aumentaram 12,5%, com ênfase para a elevação de 60,9% nos recursos transferidos em decorrência da desoneração das exportações.

A receita do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo de arrecadação estadual, aumentou 9,2% no primeiro semestre de 2007, alcançando R\$88,7 bilhões, com elevação das arrecadações relativas às regiões Sudeste, Centro-Oeste e Norte com taxas superiores à média.

Evidenciando a elevação das transferências e da arrecadação de ICMS, o superávit primário dos governos regionais apresentou crescimento equivalente a 0,51 p.p. do PIB, concentrado nos governos estaduais. Esse resultado constituiu-se no mais expressivo registrado na série histórica, iniciada em 1991.

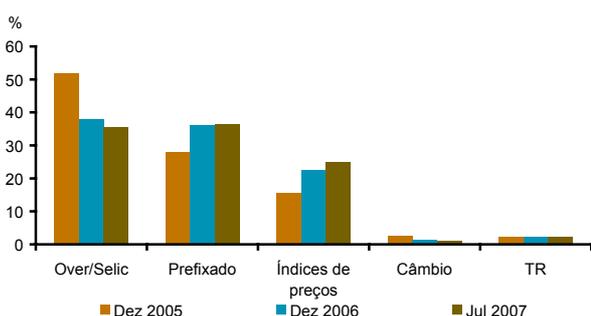
O superávit primário das empresas estatais elevou-se 0,04 p.p. do PIB nos sete primeiros meses de 2007, alcançando R\$8,7 bilhões, resultado da melhora no ambiente econômico, que favorece o desempenho das empresas estatais.

A apropriação de juros nominais em 2007 reflete a redução da taxa Selic e a mudança na composição da dívida líquida, com crescimento da participação dos títulos prefixados e dos vinculados a índices de preços. Em decorrência da combinação desses dois fatores, os juros nominais apropriados apresentam trajetória declinante, sendo que, no acumulado em 2007, até julho, essa redução equivaleu a 0,79 p.p. do PIB.

O resultado nominal do setor público não financeiro foi deficitário em R\$13,4 bilhões nos sete primeiros meses de 2007 ante deficit de R\$32,3 bilhões no período correspondente de 2006. Essa melhora refletiu tanto o crescimento do superávit primário quanto a redução dos juros nominais apropriados.

O financiamento do deficit nominal foi proporcionado, a exemplo do observado em anos anteriores, pela continuidade das trajetórias de crescimento da dívida mobiliária e de redução das demais fontes de financiamento, particularmente do financiamento externo.

Gráfico 3.35 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Sem swap.

Tabela 3.9 – Operações compromissadas – Mercado aberto

Saldos e participações

		R\$ milhões					
		Até 1 mês		Acima de 1 mês		Total	
		Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
2003	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	Mar	-8 399	-18,3	54 395	118,3	45 996	100
	Jun	7 241	10,3	62 821	89,7	70 062	100
	Set	19 120	26,6	52 779	73,4	71 899	100
	Dez	5 800	9,7	54 231	90,3	60 030	100
2007	Jan	46 943	47,0	52 882	53,0	99 825	100
	Fev	41 464	42,2	56 883	57,8	98 347	100
	Mar	41 656	39,3	64 281	60,7	105 937	100
	Abr	-5 028	-4,3	120 726	104,3	115 698	100
	Mai	12 947	9,4	124 885	90,6	137 832	100
	Jun	10 198	7,5	126 562	92,5	136 760	100
	Jul	99 117	52,1	91 202	47,9	190 320	100

Dívida mobiliária federal

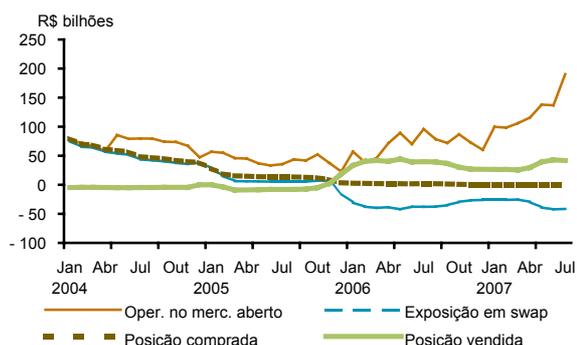
A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, alcançou R\$1.171,1 bilhões, em julho de 2007, representando 47% do PIB. O crescimento de R\$19,6 bilhões, comparativamente a abril, traduziu os resgates líquidos de R\$15,5 bilhões no mercado primário, o efeito financeiro de R\$1 bilhão referente à apreciação cambial de 7,7% registrada no trimestre encerrado em julho e a incorporação de juros da ordem de R\$36,1 bilhões.

A composição da dívida mobiliária federal seguiu apresentando crescimento na participação de títulos pré-fixados e indexados a índices de preços, em detrimento de títulos indexados à taxa *over/Selic*. Ressalte-se, no entanto, o crescimento do financiamento tomado pelo Banco Central por meio das operações de mercado aberto, que passaram de R\$60 bilhões, em 2006, para R\$190,3 bilhões em julho de 2007.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, indicava, em julho, que 9,8% de seu total venceria no próprio ano; 26,9%, em 2008; e 63,3%, a partir de janeiro de 2009. O prazo médio da dívida passou de 32,7 meses, em abril, para 35,6 meses, em julho.

As operações de *swap* cambial atingiram R\$41,6 bilhões negativos em julho. O resultado dessas operações, definido como a diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom, apurado pelo critério caixa, foi desfavorável ao Banco Central em R\$4,2 bilhões no trimestre encerrado em julho de 2007, evidenciando a depreciação do dólar em relação ao real no período. O resultado dessas operações, desde o seu início, em 2002, é favorável ao Banco Central em R\$2,1 bilhões.

Gráfico 3.36 – Operações de swap e mercado aberto



Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou 44,4% do PIB, em julho, reduzindo-se 0,5 p.p. em relação a dezembro de 2006. Essa trajetória sugere que a relação dívida/PIB deverá, ao final do ano, recuar pela quarta vez consecutiva quando consideradas comparações anuais.

O superávit primário se constituiu no principal determinante da redução de 0,5 p.p. do PIB observada no ano, seguindo-se os efeitos do crescimento do PIB nominal e do ajuste decorrente da venda de ações. Em sentido inverso,

Tabela 3.10 – Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2005		2006		2007- jul	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1002 485	46,5	1067 363	44,9	1104 706	44,4
Fluxos	Acumulados no ano					
Var. DLSP	45 488	-0,5	64 879	-1,5	37 342	-0,5
Fatores	45 488	2,1	64 879	2,7	37 342	1,5
NFSP	63 641	2,9	69 883	2,9	13 363	0,5
Primário	-93 505	-4,3	-90 144	-3,8	-79 578	-3,2
Juros	157 146	7,3	160 027	6,7	92 941	3,7
Ajuste cambial	-18 202	-0,8	-4 881	-0,2	16 578	0,7
Dív. interna ^{1/}	-4 554	-0,2	-2 222	-0,1	-1 727	-0,1
Dív. externa	-13 648	-0,6	-2 659	-0,1	18 305	0,7
Outros ^{2/}	-2 258	-0,1	2 302	0,1	7 370	0,3
Reconhecimento						
de dívidas	3 262	0,2	- 375	0,0	1 296	0,1
Privatizações	-954	0,0	-2049	-0,1	-1265	-0,1
Efeito crescimento						
PIB		-2,6		-4,3		-2,0

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

assinalem-se a incorporação de juros nominais, a despeito da redução registrada em seus valores, e o ajuste resultante da apreciação cambial de 12,2% acumulada até julho.

A parcela da DLSP indexada à taxa Selic, incluindo as operações de mercado aberto, aumentou 10,4 p.p. nos sete primeiros meses de 2007, e os créditos líquidos indexados ao câmbio, 12,7 p.p. O crescimento da parcela vinculada aos créditos externos líquidos permitiu, nos últimos meses, a apropriação de receita líquida de juros no setor externo, tendo em vista o maior volume das receitas de juros apropriadas sobre as reservas internacionais, relativamente à apropriação de despesas de juros sobre a dívida externa.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) alcançou 65% do PIB em julho. A redução de 0,5 p.p. em relação a 2006 refletiu o recuo de 1,18 p.p. do PIB registrado na dívida externa do governo federal.

3.4 Conclusão

A evolução dos agregados monetários, paralelamente à trajetória de crescimento das operações de crédito do sistema financeiro, evidencia a continuidade da expansão da demanda interna. As condições mais favoráveis na oferta de crédito vêm estimulando a procura por recursos bancários, especialmente pelas operações voltadas ao financiamento dos gastos de consumo. Nesse sentido, merecem destaque os crescimentos expressivos observados nas carteiras de crédito consignado, de aquisição de veículos, de arrendamento mercantil e de cartão de crédito. A demanda por crédito pelas pessoas jurídicas também se manteve crescente, mesmo em um contexto de consolidação das emissões primárias de títulos privados no mercado de capitais como fonte alternativa de financiamento de longo prazo. O crescimento do crédito não parece, até o momento, ter sido impactado de forma especialmente relevante nem pelo comportamento da inadimplência nem pelo aumento da volatilidade observado nos mercados nos últimos meses.

Em relação ao crédito direcionado, assinalem-se o desempenho da carteira de crédito habitacional lastreado por recursos da caderneta de poupança, que refletiu medidas governamentais recentemente adotadas, como a possibilidade de contratação de financiamento com taxas pré-fixadas no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação. A expectativa de manutenção da estabilidade econômica em longo prazo aparece como catalisadora da oferta de financiamentos dessa natureza.

Em linha com a flexibilização monetária, a taxa média de juros das operações de crédito referencial apresentou, ao final do trimestre, o menor valor da série histórica iniciada em junho de 2000, associada à diminuição do *spread* bancário e à estabilidade na taxa de inadimplência.

A condução da política fiscal garante o cumprimento das metas para o ano e indica sua continuidade nos exercícios seguintes. As atuais diretrizes da política fiscal, aliadas ao cenário macroeconômico positivo, particularmente no que se refere ao crescimento do produto e à condução da política monetária, constituem-se em indicativos de manutenção da trajetória descendente da relação dívida/PIB.

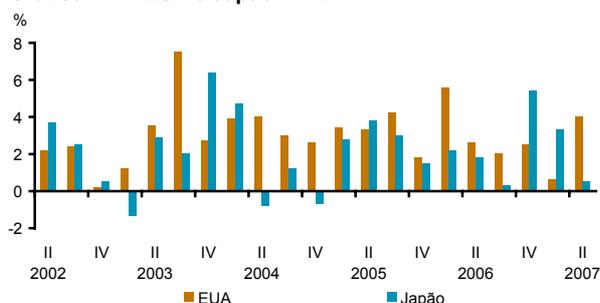
Assinale-se que a atual composição da dívida líquida, ao adicionar graus de liberdade à sua administração, neutraliza impactos originados de turbulências no ambiente econômico externo e, em consequência, evita a adoção de medidas fiscais restritivas em momentos de mais *stress*.

Ressalte-se que a continuidade do crescimento de receitas e despesas públicas em patamar acima do produto pode gerar efeitos negativos sobre a competitividade e a capacidade de financiamento e investimento do setor privado. Nesse sentido, as diretrizes do governo, mesmo as estabelecidas no PPA, indicam o enfrentamento dessa questão, sugerindo o seu retorno, em médio prazo, com taxas de expansão mais moderadas.

O nível de atividade da economia mundial manteve-se em expansão na primeira metade de 2007. Esse movimento refletiu tanto a retomada da economia dos Estados Unidos, em especial no segundo trimestre do ano, quanto o crescimento mais acentuado nas economias da Área do Euro e do Japão, evidenciando mais sustentação da demanda doméstica. Nesse contexto, as economias dos países emergentes continuaram a expandir-se de forma robusta, com ênfase para o desempenho da China e da Índia.

O balanço geral de riscos ao crescimento global, no entanto, deteriorou-se ante o avanço da inadimplência no mercado imobiliário norte-americano e, em particular, sua repercussão sobre instituições financeiras. A inadimplência nos financiamentos concedidos no segmento *subprime* aumentou acentuadamente, exercendo efeito em cascata sobre o mercado de crédito global, expresso em empoçamento da liquidez e em aumento do custo do crédito. A volatilidade dos mercados e a percepção de risco elevaram-se para níveis historicamente altos, determinando as ações dos principais bancos centrais destinadas a adicionar liquidez para regularizar o sistema. Embora essa atuação tenha arrefecido o nervosismo dos mercados financeiros, indicadores de confiança em diversos países passaram a evidenciar os efeitos da turbulência, movimento que poderá, caso persista ou se intensifique, impactar negativamente o crescimento global.

Gráfico 4.1 – EUA e Japão – PIB^{1/}



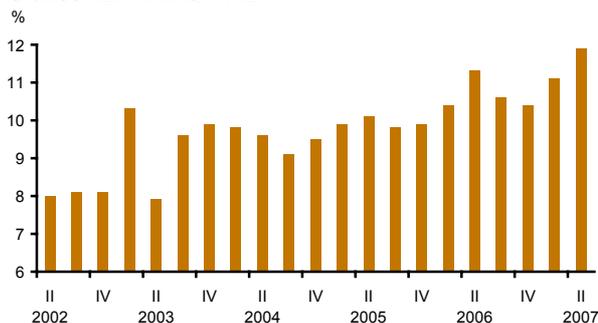
Fontes: Bureau of Economic Analysis, Economic and Social Research Institute

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

4.1 Atividade econômica

No segundo trimestre de 2007, evidenciou-se a retomada do crescimento econômico norte-americano e a continuidade da expansão chinesa. Nesse período, os Estados Unidos apresentaram taxa anualizada de crescimento de 4%, e a economia da China expandiu 11,9%, relativamente a igual período de 2006, ante variações de 0,6% e 11,5%, respectivamente, no trimestre anterior.

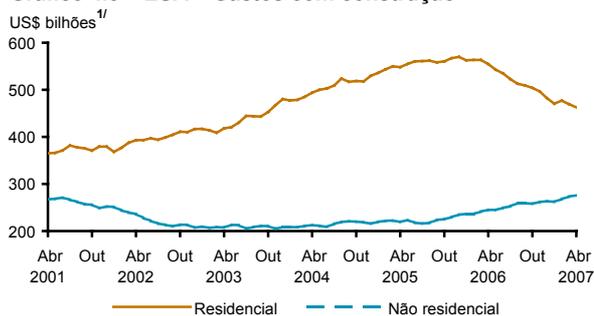
Gráfico 4.2 – China – PIB^{1/}



Fonte: Bloomberg

1/ Variações relativas a igual trimestre do ano antecedente.

Gráfico 4.3 – EUA – Gastos com construção



1/ Anualizados. Preços constantes de janeiro/2000.

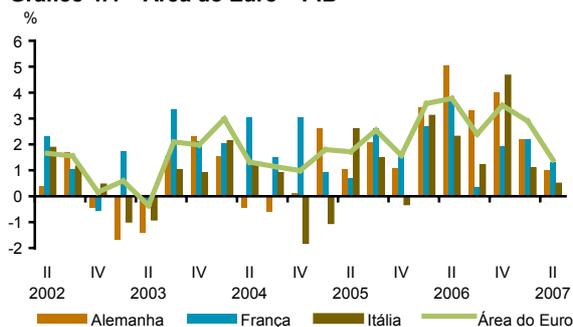
Fonte: Bureau of Census

Assinale-se que o crescimento da economia dos Estados Unidos ocorreu a despeito de significativa redução no consumo, influenciada pelos altos preços da gasolina, mas compensada pelos aumentos do investimento não residencial e das exportações. A continuidade do crescimento na China foi impulsionada pelo desempenho das exportações e pela intensificação do consumo interno, cujos efeitos prevaleceram sobre os associados às sucessivas medidas contracionistas destinadas a conter o aquecimento excessivo do investimento e do crédito. A produção industrial da China cresceu 19,5% no primeiro semestre, e os investimentos em ativos fixos, 26,7%, ante o mesmo período de 2006.

O aumento da inadimplência no mercado imobiliário norte-americano se manifestou em mais restrições ao crédito, traduzidas em taxas de juros hipotecárias mais altas e em exigências adicionais para novos contratos, contribuindo tanto para a retração da demanda como para o enfraquecimento adicional do mercado imobiliário residencial. O preço médio dos imóveis continuou em declínio, recuando 3,2% em julho de 2007 em relação ao mesmo período de 2006. Embora o início de novas construções venha desacelerando significativamente ao longo do ano, o estoque de residências disponíveis permaneceu elevado, evidenciando o baixo volume das vendas e o retorno de unidades residenciais ao mercado. Contudo, até o início do terceiro trimestre, não existiam evidências de que o enfraquecimento do mercado imobiliário residencial sensibilizasse significativamente a atividade econômica. Nesse sentido, o setor corporativo encontrava-se, em julho, em posição bastante favorável devido à recuperação de lucros, que haviam declinado em 2006, e o nível ajustado dos estoques e a forte demanda global sugeriam continuidade do crescimento desse segmento ao longo do ano. Ressalte-se, entretanto, que, em agosto, em paralelo ao noticiário negativo vindo dos mercados financeiros, os índices de confiança do consumidor declinaram de forma significativa, evolução consistente com possível retração do consumo nos próximos períodos.

O crescimento anualizado do PIB das economias da Área do Euro e do Japão atingiu 1,4% e 0,5%, respectivamente, no segundo trimestre, ante 2,9% e 3,2% no trimestre encerrado em março. Embora o ritmo de crescimento dessas economias desacelerasse no segundo trimestre, estatísticas recentes confirmam suas trajetórias sustentadas de crescimento econômico, estimuladas pelas condições externas favoráveis e pela evolução benigna da demanda interna, com ênfase nos expressivos lucros e nos ganhos de eficiência das empresas, que se traduzem em novos investimentos.

Gráfico 4.4 – Área do Euro – PIB^{1/}



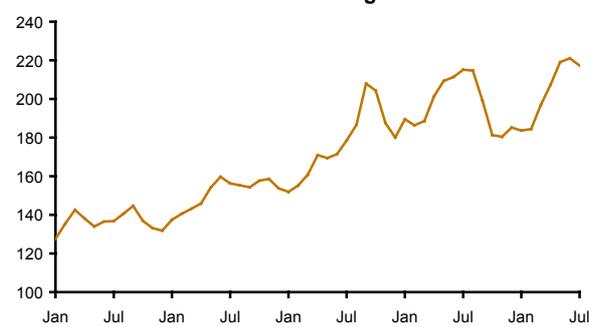
Fonte: Eurostat

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

A produção industrial do Japão recuou 0,4% em julho, na margem, após registrar aumentos mensais nos dois meses anteriores. Em linha com a evolução positiva dos indicadores macroeconômicos, em julho, a taxa de desemprego recuou para 3,6% no Japão e se manteve estável em 6,9% na Área do Euro, sinalizando a manutenção dos gastos das famílias em patamar elevado. Na Área do Euro, o ICC declinou em agosto, o ICI manteve-se inalterado, e o índice geral de sentimento econômico apresentou ligeiro recuo.

4.2 Política monetária e inflação

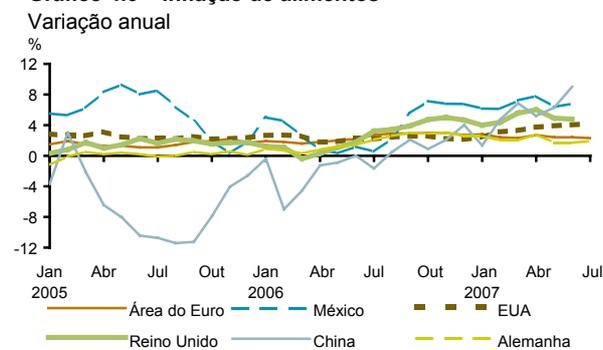
Gráfico 4.5 – EUA – Índice de energia



Fonte: Bureau of Labor Statistics

O comportamento da inflação mundial e a política monetária dos principais bancos centrais passaram por momentos distintos no segundo trimestre. Inicialmente, os preços da energia e dos alimentos voltaram a aumentar, revertendo a tendência de recuo da inflação que se esboçava. Nesse período, em que a economia global experimentou redução da taxa de desemprego, crescente utilização dos fatores de produção e limitação da oferta de *commodities* agrícolas em nível compatível com a crescente demanda global, os bancos centrais, à exceção do *Federal Reserve* (Fed) dos Estados Unidos, onde se aprofundavam os problemas no setor de hipotecas de segunda linha, assumiram posicionamento mais restritivo. Na Área do Euro, por exemplo, a ampliação das condições de liquidez e a necessidade de ancorar as expectativas inflacionárias induziram o Banco Central Europeu (BCE) a elevar a *refi rate* para 4% a.a., em junho.

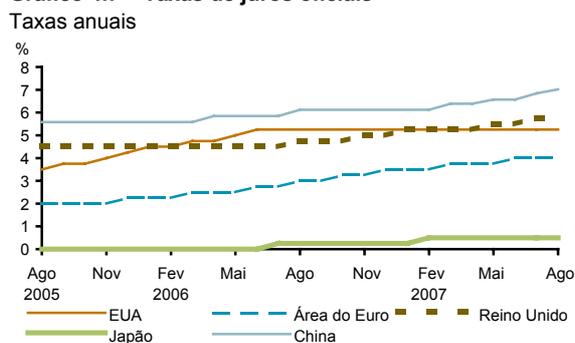
Gráfico 4.6 – Inflação de alimentos



Fonte: Thomson Datastream

A elevação dos preços de alimentos refletiu tanto pressões de demanda associadas à ampliação do mercado consumidor nas maiores economias emergentes (Brasil, Rússia, Índia e China – Bric) e ao aumento da demanda por grãos para produção de bioenergia, em especial nos Estados Unidos e na China, quanto limitações de oferta, decorrentes de quebras de safra no sudeste asiático.

Gráfico 4.7 – Taxas de juros oficiais

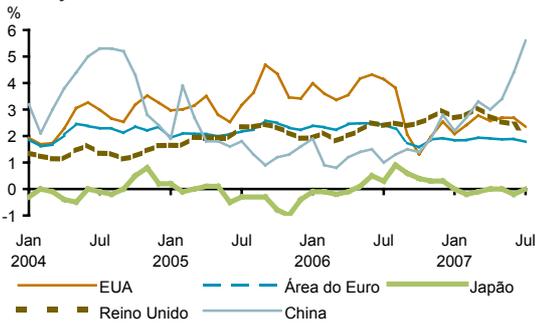


Fonte: Fed, BCE, BoJ, Banco da Inglaterra e Banco do Povo da China

A partir de meados de junho, começou a crescer a percepção de que investimentos em ativos originados no setor imobiliário norte-americano teriam ocasionado perdas de extensão e de distribuição até o momento não inteiramente conhecidas, em instituições financeiras de economias maduras. Essa situação de considerável incerteza acarretou surgimento de problemas de liquidez nos mercados interbancários. Diante desse cenário, as autoridades monetárias dos Estados Unidos, Área do Euro, Japão, Austrália, Rússia, Canadá e Suíça, entre

Gráfico 4.8 – Inflação ao consumidor

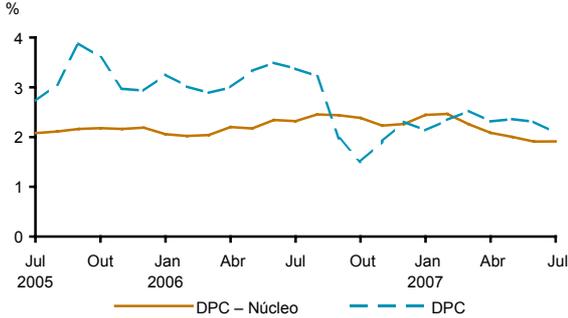
Varição anual



Fonte: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.9 – EUA – Inflação

Varição anual



Fonte: Bureau of Labor Statistics

outras, ampliaram suas operações de mercado aberto, objetivando injetar liquidez no sistema financeiro global e evitar que suas taxas básicas se mantivessem acima das metas pré-estabelecidas.

À exceção da China, onde o índice de preços ao consumidor acumulado em doze meses atingiu 5,6% em julho, as economias mais importantes apresentam tendência declinante da inflação, em linha com a retração dos preços da energia. Nos Estados Unidos, a variação acumulada em doze meses do núcleo das despesas pessoais de consumo manteve-se estável em 1,9% em julho, menor taxa desde março de 2004, situando-se, pela segunda vez consecutiva, no intervalo de conforto do Fed.

4.3 Mercados financeiros internacionais

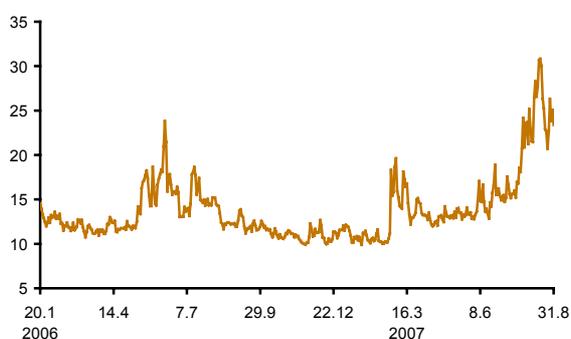
Os mercados financeiros foram bastante influenciados, no período recente, pela crise do mercado *subprime*. A combinação de padrões menos rígidos na concessão de novos empréstimos, maior relação empréstimos/valor do imóvel e redução no valor das residências tem contribuído, desde o terceiro trimestre de 2005, para aumento na inadimplência dos financiamentos imobiliários concedidos nos Estados Unidos. A situação é especialmente preocupante nos empréstimos concedidos com taxas de juros variáveis *Adjustable-Rate Mortgage (ARM)*, em especial, no chamado segmento *subprime*, destinado a pessoas com dificuldades de comprovação de renda e histórico de crédito favorável.

Desde o início de 2007, alerta-se para os riscos derivados de um expressivo aumento da inadimplência no mercado imobiliário norte-americano. A leitura até então dominante vinha sendo a de que haveria um impacto limitado sobre o mercado financeiro, concentrado, em especial, sobre o próprio setor imobiliário, mas sem perspectiva de contaminar os demais segmentos das economias norte-americana e mundial. A seqüência de eventos foi, entretanto, consideravelmente mais complexa.

Em 15 de junho último, a *Moody's* reduziu a avaliação de 131 ativos lastreados em empréstimos hipotecários *subprime* e colocou sob revisão outros tantos. Desde então, diversos eventos contribuíram para que a crise envolvesse o mercado financeiro, com prejuízos para bancos e fundos de investimentos, por estarem comprados em ativos lastreados nos créditos hipotecários *subprime*. Em 24 de julho, a *Countrywide*, importante companhia

norte-americana de empréstimo imobiliário, reportou redução nos seus lucros, estimulando investidores a se desfazerem de ativos de maior risco em busca de papéis considerados mais seguros. Adicionalmente, informações a respeito da suspensão temporária de operações de resgates de quotas em fundos de investimentos, sob o argumento de que os preços encontravam-se sem referencial, e sobre prejuízos de bancos relacionados à exposição àquele tipo de ativos tornaram-se mais frequentes. A assimetria de informação conduziu as taxas de empréstimo do interbancário a patamares elevados, obrigando diversos bancos centrais a injetarem liquidez no sistema, sob o argumento de promover o funcionamento ordeiro do mercado financeiro. Em 17 de agosto, o Fed aprovou, temporariamente, a redução da taxa de juros para empréstimos em sua janela de desconto em 50 pontos-base, para 5,75%, e ampliou de 1 para 30 dias o compromisso de revenda dos papéis aceitos como garantia. A sinalização dada pelos principais bancos centrais, de que adicionariam liquidez para regularizar o sistema, arrefeceu o nervosismo existente, com os mercados, passando a funcionar com mais tranquilidade, porém com volatilidade ainda elevada para os padrões dos últimos anos. De fato, até a segunda semana de setembro, persistiam evidências de assimetria no acesso ao crédito interbancário nas economias maduras.

Gráfico 4.10 – VIX

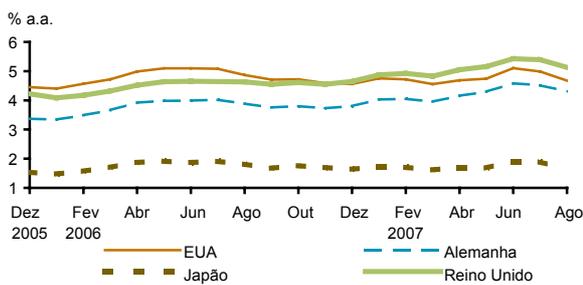


Fonte: Bloomberg

Nesse contexto, no trimestre compreendido entre 1º de junho e 31 de agosto, o índice de volatilidade *Chicago Board Options Exchange (VIX)*, que mede a volatilidade implícita de curto prazo do *Standard and Poor's 500 (S&P 500)*, considerado um indicador da aversão ao risco por parte dos investidores, oscilou em patamar expressivamente superior ao verificado no trimestre encerrado em maio, atingindo médias de 19,2 e 13,8 pontos, respectivamente, a partir dos valores de fechamento diário. A volatilidade máxima ocorreu em 16 de agosto, quando o VIX situou-se 141% acima do valor mínimo, registrado em 1º de junho. O desempenho do indicador no trimestre encerrado em agosto evidenciou elevação da volatilidade a partir de 23 de julho, e a média do índice atingiu 15,3 pontos até esse dia e 24,2 pontos no período de 24 de julho a 31 de agosto. O VIX alcançou 23,4 pontos no final de agosto.

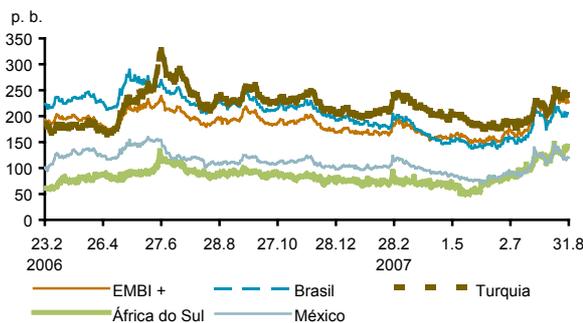
O foco dado no início de junho à preocupação com pressões inflacionárias e à conseqüente expectativa de políticas monetárias mais restritivas favoreceu o movimento de alta nos juros dos papéis governamentais de dez anos da Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos até o início de julho. Entre 31 de maio e 12 de

Gráfico 4.11 – Retorno sobre títulos governamentais^{1/}



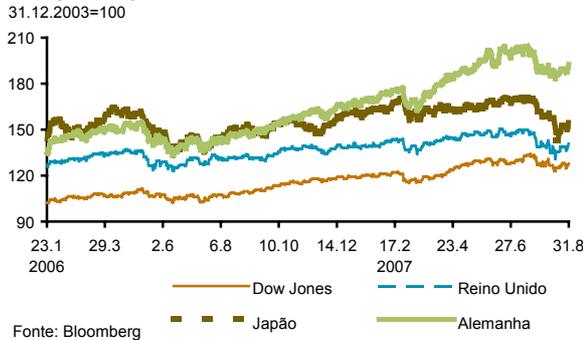
Fonte: Bloomberg
1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de 10 anos, até 31 de agosto de 2007.

Gráfico 4.12 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)



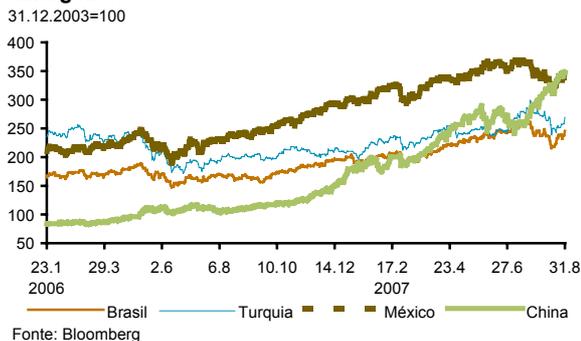
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.13 – Bolsas de valores – EUA, Europa e Japão



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Bolsas de valores – Mercados emergentes



Fonte: Bloomberg

junho, o rendimento anual do papel norte-americano passou de 4,89% para 5,29%, reduzindo, em seguida, para 4,99% em 2 de julho e retornado para 5,18% em 6 de julho. Movimento semelhante foi observado nos demais países. Entretanto, desde essa data, as curvas de juros dos papéis governamentais passaram a ser influenciadas pelo movimento de fuga para qualidade, em razão do aumento da percepção de risco derivada da turbulência no mercado financeiro internacional. Os preços dos títulos governamentais subiram, e os rendimentos anuais reduziram. Em 31 de agosto, o retorno anual dos títulos da Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos atingiram 4,24%, 1,61%, 5,04% e 4,53%, respectivamente, taxas próximas às mínimas observadas durante todo o período, em cada país.

A maior percepção de risco também se refletiu no Embi+, indicador de risco associado a mercados emergentes, que apresentou trajetória semelhante à do índice VIX. De 1º de junho a 31 de agosto, a média do Embi+ situou-se em 188 pontos, com alta concentrada no período posterior a 23 de julho, cuja média atingiu 220 pontos, ante 165 pontos no trimestre encerrado em maio, quando prevaleceu a redução do indicador. Na comparação ponta a ponta, o Embi+ aumentou 75 pontos básicos, alcançando 227 pontos em 31 de agosto. O Embi+ associado ao Brasil, que tem se situado, desde meados de abril, em patamar inferior à média dos indicadores dos países emergentes, apresentou média de 173 pontos no trimestre encerrado em agosto, registrando 206 pontos no final do período, com alta de 45% em relação ao final de maio. Nesse mesmo tipo de comparação, os Embi+ da Turquia, África do Sul e México registraram, nessa ordem, aumentos de 34%, 97%, e 60%.

As bolsas de valores também refletiram o aumento da percepção de risco, registrando, com exceção da bolsa chinesa, baixas acentuadas de 24 de julho a 17 de agosto. Neste período, 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, nessa seqüência, recuos de 7,9%, 11,6%, 8,5% e 15%, e, considerando o trimestre encerrado em agosto, reduções de 2%, 4,8%, 3,1% e 7,3%.

Em relação aos países emergentes, assinala-se o desempenho do índice Xangai Composto, da China, que aumentou 27% no trimestre e 13,1% durante o período mais crítico da turbulência nos mercados financeiros. Os índices *Índice de Precios y Cotizaciones* (IPC), do México,

Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval), da Argentina, *JSE All Share Index* (Jalsh), da África do Sul, *Istanbul Stock Exchange National 100 Index* (XU100), da Turquia, e Ibovespa, do Brasil, registraram perdas de 13,6%, 20,4%, 13%, 20% e 17,3%, respectivamente, de 24 de julho a 16 de agosto. No trimestre, as bolsas do México e da Argentina apresentaram perdas de 3,3% e 8,1%, respectivamente, e as da África do Sul, Brasil e Turquia, valorizações respectivas de 0,1%, 4,5% e 6,6%.

A cotação das moedas das principais economias também esteve influenciada pela crise do mercado de crédito imobiliário norte-americano. No período crítico, a venda generalizada de ativos considerados de mais risco favoreceu a apreciação do dólar norte-americano ante as outras moedas, excetuando-se o iene, que se constitui na principal moeda financiadora das estratégias de carregamento, operações desfeitas em momentos considerados de mais risco, o que proporciona, portanto, nessas ocasiões, forte demanda pela moeda japonesa. No período de 24 de julho a 16 de agosto, o dólar se apreciou em relação à libra esterlina, 3,9%, e ao euro, 2,8%, e se depreciou 6% em relação ao iene. Considerando as posições de final de agosto e de maio, o dólar registrou depreciações respectivas de 1,8%, 1,3% e 4,9%.

As cotações das moedas dos países emergentes foram afetadas de forma mais acentuada pela turbulência nos mercados financeiros, tendo em vista que, até o início da crise, esses países receberam expressivas somas de recursos provenientes de investidores estrangeiros para aplicações em ativos financeiros locais. O aumento da percepção de risco e a consequente realização de lucros com a chamada fuga para qualidade propiciaram o retorno de parte daquelas aplicações para o exterior, com a consequente saída de divisas. De 24 de julho a 16 de agosto, a moeda norte-americana se apreciou 11,6% em relação ao real brasileiro, 11,1% ante a lira turca e 9,6% comparativamente ao *rand* sul-africano. De 17 a 31 de agosto, o movimento no mercado cambial se inverteu novamente, com apreciação das moedas da África do Sul, do Brasil e da Turquia, nessa ordem, de 4,4%, 4,4% e 6,2% ante o dólar. No trimestre, o dólar apreciou em relação ao *rand*, 0,4%, e ao real, 2,2%, e depreciou 1,2% em relação à lira turca.

Na China, as restrições impostas ao movimento de capitais, o forte superávit da balança comercial e a existência das bandas cambiais resultaram em comportamento distinto do *renmimbi* em relação ao das moedas dos demais países

Gráfico 4.15 – Cotações do dólar

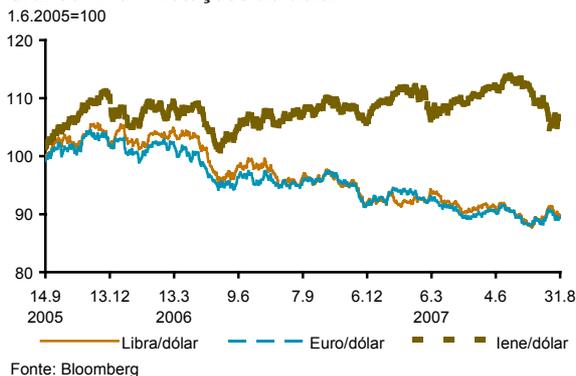


Gráfico 4.16 – Moedas de países emergentes

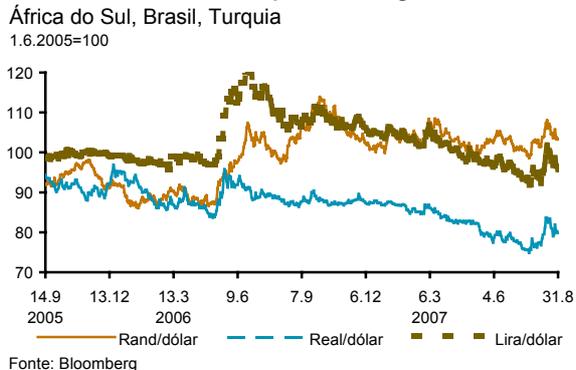
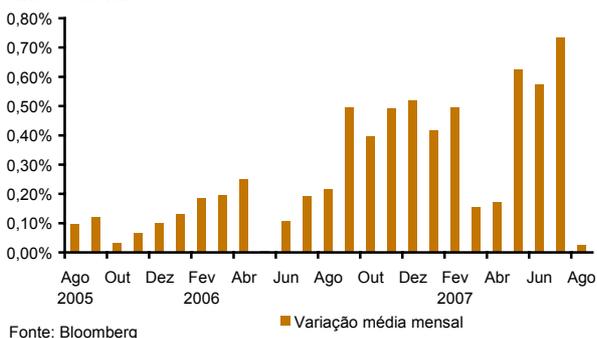


Gráfico 4.17 – Valorização média mensal do renmimbi ante o dólar



emergentes. De 24 de julho a 16 de agosto, a moeda chinesa se depreciou apenas 0,6% em relação à moeda norte-americana, mantendo, no trimestre, a trajetória de apreciação ante o dólar. Considerando as cotações médias dos trimestres encerrados em agosto e em maio e as cotações do último dia de cada trimestre, o *renmimbi* apreciou 1,5% e 1,4%, respectivamente, em relação ao dólar norte-americano.

4.4 Comércio mundial

De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), o comércio mundial crescerá 7,1% em 2007 ante 9,4% em 2006. Assinale-se, entretanto, que esse desempenho robusto poderá ser atenuado caso as turbulências provocadas pela crise no segmento *subprime* norte-americano reduzam o ritmo esperado de crescimento da economia mundial.

As exportações dos Estados Unidos continuaram crescendo de forma acentuada, beneficiadas pelo estímulo derivado das outras economias. O crescimento das exportações tem reduzido o desequilíbrio comercial do país, sem que os fluxos comerciais apresentem retração significativa. Em junho, o deficit comercial recuou 1,7%, em relação a maio, totalizando US\$58,1 bilhões, resultado de acréscimos de 1,5% nas exportações e de 0,5% nas importações, que totalizaram US\$134,5 bilhões e US\$192,6 bilhões, respectivamente.

O superávit comercial da Área do Euro atingiu €7,8 bilhões em junho, ante €1,7 bilhão em maio e €1,6 bilhão em junho de 2006. No primeiro semestre do ano, as exportações da região aumentaram 9%, e as importações, 4%, totalizando €128,3 bilhões e €120,5 bilhões, respectivamente.

Em junho, o governo chinês anunciou reduções nas isenções tributárias sobre exportação de mais de dois mil produtos a partir de 1º de julho, com o objetivo de diminuir o crescimento do superávit comercial. De acordo com a Comissão Nacional de Reforma e Desenvolvimento, o superávit comercial da China deverá oscilar entre US\$250 bilhões e US\$300 bilhões em 2007, ante US\$177,5 bilhões no ano anterior. Em julho, o superávit comercial da China atingiu US\$24,4 bilhões, apresentando redução de 10,4% em relação a junho e aumento de 67% comparativamente a julho de 2006. O superávit comercial acumulado de janeiro a julho atingiu US\$136,8 bilhões, elevando-se 81% em relação ao mesmo período de 2006.

Gráfico 4.18 – EUA – Saldo comercial acumulado em 12 meses

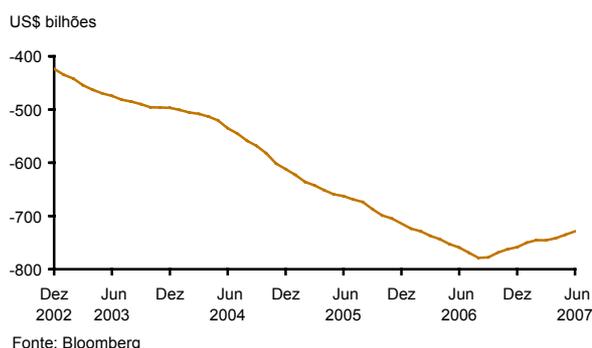


Gráfico 4.19 – Japão e Área do Euro – Saldo comercial acumulado em 12 meses

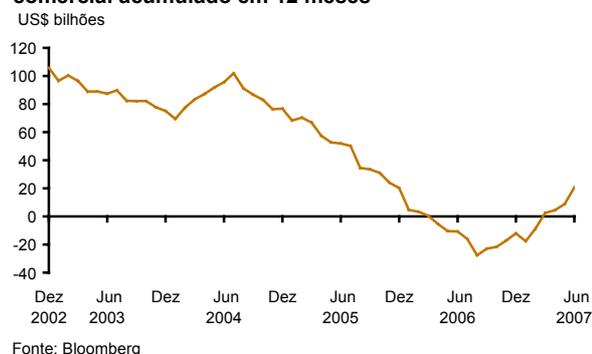
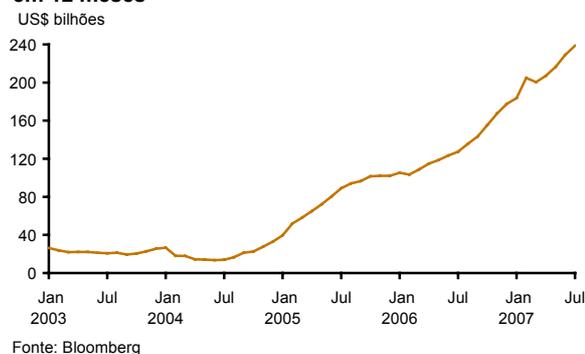
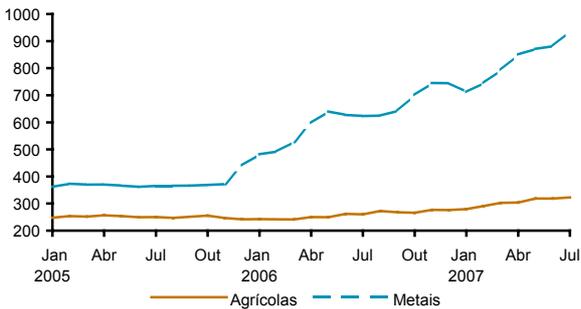


Gráfico 4.20 – China – Saldo comercial acumulado em 12 meses



4.4.1 Commodities

Gráfico 4.21 – Índice CRB de preço de commodities
1995 = 100



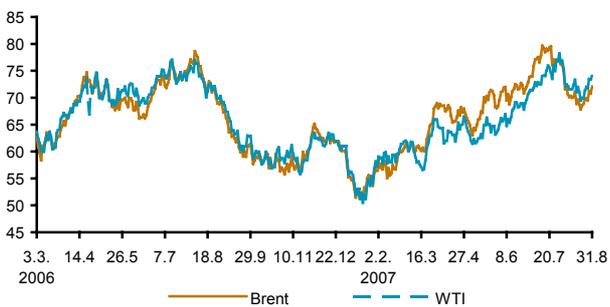
Fonte: Commodity Research Bureau (CRB)

Os preços internacionais das *commodities* também foram contaminados pelo nervosismo associado ao mercado de crédito norte-americano. A redução registrada em suas cotações, no auge da crise, refletiu as liquidações de posições compradas de fundos e especuladores nesse mercado. Cabe registrar que diversas *commodities* vêm sendo utilizadas como parte das estratégias de investimento de instituições financeiras, o que tende a ampliar a correlação de seus preços com ativos financeiros mais tradicionais.

As *commodities* metálicas apresentaram forte volatilidade entre 24 de julho e 31 de agosto, registrando-se recuos nas cotações do zinco, 16,6%; alumínio, 10,3%; níquel, 8%; e cobre, 6,3%. Os preços das *commodities* agrícolas foram menos pressionados nesse período, registrando-se reduções nas cotações de cacau, 13,1%; açúcar, 7%; e algodão, 4,5%; e elevação nas relativas a trigo, 20,8%; milho, 9,2%; e soja, 4,4%.

4.4.1.1 Petróleo

Gráfico 4.22 – Petróleo – Mercado à vista
US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

O preço do barril de petróleo tipo *Brent*, no mercado *spot*, recuou 1% entre o final de junho e de agosto, quando alcançou US\$72,06, após atingir US\$79,64 em 13 de junho. Em agosto, as cotações apresentaram tendência declinante, mesmo em contexto de aumento da demanda internacional e de oferta comprimida da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep). Em setembro, essa tendência se reverteu, e os preços voltaram para cerca de US\$80,00 por barril.

O mercado futuro de petróleo tem apresentado volatilidade acentuada ao longo do ano. Os contratos futuros negociados em 31 de julho cotavam o barril tipo *Brent*, para entrega em dezembro de 2007, a US\$76,29, e em 31 de agosto o valor do contrato com aquele vencimento atingia US\$72,09.

4.5 Conclusão

Os riscos à expansão econômica global se elevaram em consequência, principalmente, do possível impacto do enfraquecimento dos mercados financeiros mundiais sobre as despesas de consumo. Ressalte-se que a economia norte-americana desempenha papel central na determinação do ritmo de crescimento econômico

mundial, embora com preeminência decrescente. Os efeitos colaterais das dificuldades do setor imobiliário sobre a oferta de crédito e a riqueza das famílias podem ocasionar intensificação da desaceleração nos EUA. Assim sendo, é nítido que o desempenho das economias européia e asiática serão cruciais para mitigar os efeitos de possíveis desenvolvimentos desfavoráveis nos EUA. Cabe notar que parcela representativa dos países emergentes apresenta orçamentos fiscais equilibrados, inflação relativamente contida e reservas internacionais confortáveis, o que atua como amortecedor ante possível desaceleração maior nos Estados Unidos.

Em um momento de ampliada incerteza, em que coexistem elevada utilização da capacidade instalada e expectativas de recrudescimento das pressões de preços agrícolas, os bancos centrais enfrentam uma tarefa difícil. Devem, ao mesmo tempo, impedir agravamento sistêmico na redução da oferta de crédito, que ocorreria caso as dificuldades do mercado interbancário se intensificassem, ancorar as expectativas inflacionárias, não permitir a ampliação do risco moral e preservar sua credibilidade no combate à inflação. A expectativa é que, superada a crise financeira, a postura das autoridades monetárias se torne mais restritiva, e, no caso do Japão e Área do Euro, que seja retomado o ciclo de alta de juros.

Em curto prazo, persistirá alto grau de incerteza residual nos mercados, com predomínio das preocupações relativas tanto ao *subprime* e a temas mais abrangentes do setor de crédito nos Estados Unidos quanto ao impacto da evolução desse segmento sobre a liquidez das instituições financeiras na determinação do sentimento dos mercados em relação ao cenário macroeconômico, que, de resto, também se tornou mais incerto.

Turbulência Financeira Internacional: Mecanismos de Transmissão

Desde meados de junho, e com mais intensidade a partir de agosto, os mercados financeiros internacionais entraram em período de turbulência, caracterizado por forte aumento da volatilidade dos preços de ativos. O Índice de Volatilidade *Chicago Board Options Exchange* (VIX), por exemplo, que mede a volatilidade do mercado acionário americano, teve média de 20,80% no período 15 de junho a 15 de setembro, contra média de 12,95% no ano até 14 de junho. Os ativos brasileiros e de outros emergentes, ainda que em menor escala do que anteriormente, também foram atingidos por esse aumento da volatilidade, que inevitavelmente foi acompanhado por maior aversão ao risco.

A origem desse novo episódio de turbulência financeira foi, de fato, distante dos mercados emergentes, sendo localizada no aumento da inadimplência de hipotecas com avaliação de risco inferior, denominadas *subprime*, nos Estados Unidos da América (EUA). Esses empréstimos hipotecários foram concedidos a famílias com histórico de crédito imperfeito e/ou dificuldade em comprovar níveis de renda compatíveis com os recursos a serem tomados. É cedo para se extrair lições sobre um episódio que ainda está tendo desdobramentos, mas uma breve análise dos mecanismos de transmissão pode ajudar a aumentar a compreensão sobre os eventos, bem como ajudar a antecipar possíveis desenvolvimentos futuros.

Hipotecas *subprime* e outros tipos de empréstimos foram combinados em ativos sintéticos lastreados pelos seus respectivos fluxos de caixa, ou recebíveis, no processo de securitização (isto é, transformação de empréstimos em ativos financeiros líquidos). Esses ativos, por sua vez, foram vendidos

a investidores, geralmente entidades de propósito específico que freqüentemente foram estabelecidas e patrocinadas pelos próprios bancos. Tais entidades, que constituem veículos de investimento, por sua vez, geralmente financiavam as compras de recebíveis por meio da emissão de títulos de curto prazo (os chamados *Asset-Backed Commercial Papers* – ABCPs).

Cabe notar que a securitização é inovação financeira importante, pois pode contribuir para democratizar o acesso ao crédito. Ainda que excessos provavelmente tenham sido cometidos no processo de formação das hipotecas *subprime*, devem-se evitar ações que inibam indevidamente esse tipo de inovação. Obviamente, a securitização de recebíveis não se resume a empréstimos imobiliários residenciais, podendo, por exemplo, refletir fluxos esperados de pagamento de cartões de crédito ou empréstimos para compra de bens de consumo duráveis, como o financiamento automotivo.

Um dos efeitos do processo de securitização é segmentar a disponibilidade de informações. Especificamente, os originadores de hipotecas detêm mais informações sobre o risco efetivo de inadimplência do que aqueles que estão efetivamente expostos a esse risco, ou seja, os investidores que compraram ativos securitizados, diretamente ou por meio de títulos de curto prazo lastreados em recebíveis (emitidos por bancos ou, no caso dos ABCPs, instituições não bancárias). No momento em que passaram a sofrer perdas inesperadas em seus portfólios de ABCPs, a incerteza sobre a qualidade real dos ativos subjacentes, isto é, das hipotecas, levou a uma postura defensiva por parte dos investidores. Conseqüentemente, o mercado de ABCPs tornou-se ilíquido e, em certos momentos, cessou de funcionar.

Com isso, os veículos de investimento passaram a ter dificuldade de encontrar fontes de financiamento para financiar suas carteiras de ativos hipotecários. De forma progressivamente mais intensa, esses veículos passaram a recorrer a financiamento de curto prazo. Nesse sentido, esses veículos não bancários passaram a se defrontar com o descasamento de prazos entre ativos (longos) e fontes de financiamento (curtos) típico de bancos.

Muitos desses veículos, como assinalado acima, foram estabelecidos e/ou patrocinados por bancos, que ofereciam como suporte linhas de crédito contingentes. Assim, os veículos de investimento passaram a ter que emitir títulos de curtíssimo prazo, ou perderam por completo o acesso a financiamento nos mercados (entre o início de agosto e meados de setembro o valor dos ABCPs no mercado americano caiu 20%). Nesse contexto, as entidades bancárias patrocinadoras passaram a ter de honrar as necessidades de liquidez das entidades patrocinadas. Dessa forma, a reduzida liquidez, e conseqüente dificuldade de apreçamento nos mercados de ABCPs se transmitiu para os bancos.

Outra característica do processo de securitização foi de promover a des-intermediação bancária, isto é, a redução da participação *direta* dos bancos no financiamento ao consumo e investimento residencial. Com as dificuldades crescentes dos veículos não bancários, a tendência nos últimos meses foi de certa re-intermediação bancária, na medida em que os bancos absorvem os ativos anteriormente detidos por entidades não bancárias. Esse processo implica naturalmente elevação das necessidades de liquidez, mas também de capital, sob as regras prudenciais vigentes, dos bancos. Cabe adicionar que, sob o regime do acordo de Basileia II, as linhas de liquidez contingentes passam a requerer alocação de capital, o que contribuirá para mitigar riscos de exposição excessiva dos bancos a esse tipo de estrutura.

Ao se defrontarem com crescente incerteza sobre suas próprias necessidades de recursos líquidos, e ainda mais incerteza sobre as necessidades de outras instituições, os bancos passaram a estocar liquidez. Nesse momento, as taxas de juros de curtíssimo prazo começaram a subir em decorrência do aperto de liquidez, em certos casos para níveis consideravelmente superiores às taxas definidas pelas decisões de política monetária. Em nove de agosto, por exemplo, as taxas de juros *overnight* na Europa subiram para 4,60%, ante a meta de política de 4%, no Reino Unido as taxas *overnight* excediam a taxa de política em 100 p.b. e nos EUA a taxa efetiva da Fed *funds rate* ficou 16 p.b. acima da meta, uma diferença bastante atípica. Respondendo a essa situação, importantes bancos centrais, liderados pelo Banco Central Europeu (BCE) e

pelo *Federal Reserve* dos EUA tiveram de injetar liquidez em quantidades apreciáveis para facilitar o funcionamento dos mercados interbancários, bem como emitir declarações, mostrando disposição de tomar as medidas necessárias para garantir o funcionamento dos mercados.

Em 17 de agosto, o Banco Central americano reduziu a taxa de redesconto em 50 p.b., anunciou a extensão dessa linha de crédito em até 30 dias e reiterou sua disposição de aceitar ampla variedade de ativos como garantia para seus empréstimos. Naquele momento as autoridades monetárias dos EUA sinalizaram aumento de preocupação com os efeitos colaterais da turbulência financeira sobre a atividade econômica, antecipando, de certa forma, a decisão de cortar, da taxa básica de política monetária, o que viria a ocorrer em 18 de setembro. A partir da segunda metade de agosto as taxas de curtíssimo prazo voltaram a se aproximar das taxas de política, na Europa e nos EUA, mas as taxas a termo, até três meses, continuavam excepcionalmente elevadas, levando o BCE a pré-anunciar, em 6 de setembro, uma operação de financiamento interbancário no prazo de três meses. Apesar de toda a atuação dos bancos centrais, a crise do mercado de *subprime* continua tendo desdobramentos, como o processo de re-intermediação bancária, merecendo toda a atenção das autoridades monetárias e de supervisão financeira.

Cabe ressaltar que durante todo esse período os mercados brasileiros, ainda que em certos momentos acompanhassem o aumento de volatilidade do cenário externo, funcionaram normalmente. Dessa forma, em nenhum momento foi necessário que o Banco Central do Brasil injetasse liquidez no mercado interbancário, que continua sendo caracterizado por elevada liquidez. Mesmo assim, o Banco Central continua monitorando, em conjunto com seus pares em outros países, os desdobramentos nos mercados globais, que podem continuar por mais tempo.

Referências

Fender, I. e Hördahl, P. “Overview: credit retrenchment triggers liquidity squeeze”, BIS Quarterly Review, September 2007. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0709a.pdf

King, Mervin. “Turmoil in Financial Markets: What can central banks do?” ,Paper submitted to the Treasury Committee, 12 Setembro 2007. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/monetary/treasurycommittee/paper070912.pdf>

A evolução das contas externas mostra solidez, como enfatizado nas últimas edições deste “Relatório de Inflação”, a despeito do aumento da incerteza sobre o nível de atividade na economia global. Esse cenário favorável é corroborado pelas projeções para o restante deste ano e para 2008, o que propicia grau de liberdade à gestão da política econômica. Os saldos da balança comercial, estimulados pela sustentação do dinamismo das exportações, seguem expressivos, devendo alcançar, pelo terceiro ano consecutivo, o patamar de US\$40 bilhões, trajetória especialmente relevante, tendo em vista o cenário de crescimento das importações, consistente com a aceleração do nível da atividade econômica. Nesse contexto, prossegue a ampliação da corrente de comércio do país, aumentando o grau de abertura da economia brasileira.

Esse desempenho da balança comercial permanece como o principal determinante dos seguidos superávits da conta corrente, que, neste ano, deve atingir US\$7,8 bilhões. Adicionalmente, a estabilização da inflação e a aceleração do crescimento da economia, indicativos do fortalecimento dos fundamentos macroeconômicos do país, continuam favorecendo o ingresso expressivo, em termos líquidos, de capitais sob a forma de investimentos estrangeiros diretos, ações e títulos de renda fixa negociados no país. Esses dois fatores contribuem, juntamente com as transações correntes, para a manutenção de elevado superávit global no balanço de pagamentos.

Nesse cenário, foram mantidas as políticas destinadas a melhorar a capacidade do país de resistir a quadros externos adversos. As reservas internacionais atingiram o patamar recorde de US\$161,1 bilhões em agosto, com a aquisição de divisas pelo Banco Central em mercado, que totalizaram US\$67 bilhões. Essas aquisições refletem os constantes superávits no mercado cambial e observam a execução da política anunciada de não impor tendência nem pisos à flutuação cambial e de não adicionar volatilidade ao mercado. Adicionalmente, as colocações de bônus soberanos no mercado internacional, denominados

em moeda nacional, com taxas de juros decrescentes a cada nova emissão, têm reduzido a exposição da dívida externa às variações cambiais. Na mesma linha, prossegue a política do Tesouro Nacional de recompra da dívida externa, favorecendo o perfil do endividamento para os próximos anos.

Traduzindo esse quadro benigno, a agência de classificação de risco *Moody's* elevou, em agosto, o *rating* da dívida externa soberana de longo prazo em moeda estrangeira do país para apenas um nível abaixo do *investment grade*. Assinale-se que essa nova classificação, repetindo as concedidas anteriormente pelas duas das principais agências de classificação de risco, *Standard & Poor's* e *Fitch*, foi anunciada em um cenário de expressiva volatilidade nos mercados financeiros internacionais, em contraste com o padrão usual em períodos anteriores de estresse. O *timing* da elevação da classificação do risco soberano atesta a importância da melhora dos fundamentos externos da economia ocorrida nos últimos anos.

De fato, o aumento da volatilidade registrado nos mercados internacionais de crédito, acompanhado de mais aversão ao risco, parece ter impactado os indicadores externos do país apenas marginalmente. Nesse sentido, de acordo com estatísticas relativas a agosto, as operações de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos permaneceram com taxas de rolagem significativamente superiores a 100%, e o mercado cambial também continuou superavitário. A taxa de câmbio registrou ligeira depreciação; o risco-país ampliou-se, mantendo-se, porém, em patamar confortável; as reservas internacionais permaneceram em nível recorde; e a diminuição dos ingressos líquidos de capitais de curto prazo esteve associada, fundamentalmente, a medidas prudenciais anunciadas no início de junho, para implementação efetiva no começo de julho. Dessa forma, o ambiente mundial menos favorável constituiu novo teste da capacidade do país de enfrentar crises geradas no ambiente externo. Até o momento, a economia atravessa esse período de teste sem muitas dificuldades.

Este capítulo divulga, adicionalmente, as novas projeções do balanço de pagamentos para 2007, incorporando modificações no serviço da dívida externa, principal e juros, decorrentes dos últimos dados observados e da nova posição de dívida, referente a junho. Também foram alteradas as previsões para o resultado em transações correntes, para os investimentos diretos e em portfólio, para os fluxos de investimentos de curto prazo e para o resultado global do

balanço de pagamentos. As primeiras projeções para o balanço de pagamentos e para as reservas internacionais de 2008 também constam deste Relatório.

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio gerou ingressos líquidos de US\$70,1 bilhões nos oito primeiros meses do ano, ante US\$26,9 bilhões no período correspondente do ano anterior. O superávit do segmento comercial alcançou US\$58,3 bilhões, elevando-se 59,8% no período, resultado de contratações de exportação de US\$124,4 bilhões e de importações de US\$66,1 bilhões, registrando aumentos, na mesma base de comparação, de 35,4% e 19,4%.

Os ingressos líquidos no segmento financeiro totalizaram US\$11,8 bilhões de janeiro a agosto de 2007, ante saídas líquidas de US\$9,6 bilhões no mesmo período de 2006, registrando-se aumentos de 79,8% nas compras e de 57,3% nas vendas de moeda estrangeira.

O superávit cambial acumulado nos oito primeiros meses do ano possibilitou que as compras líquidas do Banco Central totalizassem US\$67 bilhões no período, ante US\$34,3 bilhões durante todo o ano de 2006. A diferença entre o saldo do mercado cambial e as aquisições líquidas do Banco Central foi determinada pela ampliação da posição comprada dos bancos, que atingiu US\$1,7 bilhão ao final de agosto, ante posição vendida de US\$2 bilhões ao final de 2006.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões					
	2006			2007		
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago	Ano
Comercial	3,8	36,5	57,6	6,9	58,3	
Exportação	12,4	91,9	144,4	17,2	124,4	
Importação	8,6	55,4	86,8	10,3	66,1	
Financeiro ^{1/}	-2,5	-9,6	-20,3	0,0	11,8	
Compras	14,4	118,9	195,4	28,5	213,8	
Vendas	16,9	128,4	215,7	28,6	202,0	
Saldo	1,3	26,9	37,3	6,8	70,1	

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

5.2 Comércio de bens

A balança comercial registrou recordes tanto para as exportações, US\$15,1 bilhões, quanto para as importações, US\$11,6 bilhões, mesmo em termos da média diária. O superávit mensal de US\$3,5 bilhões, evidenciando mais dinamismo das importações, foi inferior ao assinalado no mesmo mês de 2006. O superávit comercial acumulado nos oito primeiros meses do ano atingiu US\$27,5 bilhões, com redução de 7,5% em relação ao período correspondente de 2006, registrando-se crescimentos de 27,8% das importações, que somaram US\$74,9 bilhões, e de 15,9% das exportações, que se situaram em US\$102,4 bilhões.

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período	Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões	
				Corrente de comércio	
Jan-Ago 2007	102 433	74 914	27 519	177	348
Jan-Ago 2006	88 380	58 633	29 747	147	012
Var. %	15,9	27,8	-7,5	20,6	

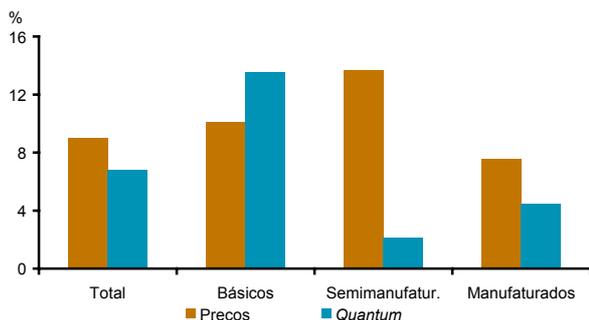
Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

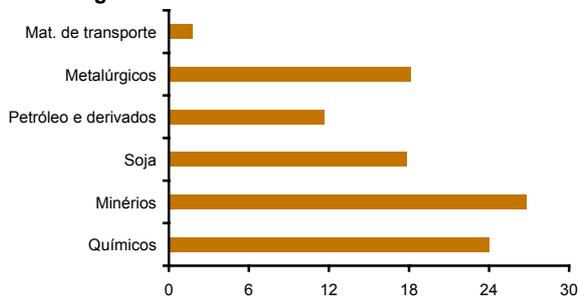
Média diária – Janeiro-Agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	2006	2007	Var. %
Total	526,1	606,1	15,2
Básicos	154,5	191,6	24,0
Industrializados	359,3	402,3	11,9
Semimanufaturados	72,7	83,7	15,0
Manufaturados	286,6	318,6	11,2
Operações especiais	12,2	12,2	0,2

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações – Índices de preços e quantum – Janeiro-Agosto – 2007/2006

Fonte: Funcex

Gráfico 5.2 – Exportações por principais setores Janeiro-Agosto – 2007/2006^{1/} – %

Fonte: MDIC/Secex

1/ Variação do valor sobre igual período do ano anterior.

Em agosto, foram registrados aumentos, em relação a agosto de 2006, no valor da média diária das exportações de todas as categorias de fator agregado, com as vendas de produtos básicos elevando-se 20,5%, as de manufaturados, 6,4%, e as de semimanufaturados, 3,3%. Dentre os principais produtos básicos exportados, destacaram-se minério de ferro, com crescimento de 15,7%; petróleo, 20,7%; soja, 13,9%; carne de frango, 26,2%; e farelo de soja, 7,6%. O desempenho das exportações de manufaturados refletiu aumentos nas vendas de aviões, 12,3%; autopeças, 6,1%; óleos combustíveis, 17,9%; e veículos de carga, 10,5%; Em sentido inverso, registraram-se recuos nas vendas de automóveis, 4,4%; açúcar refinado, 3,6%; motores para automóveis, 12,4%; e gasolina, 6,1%. Em relação aos itens semimanufaturados, assinalam-se os aumentos nas exportações de celulose, 25,8%; ferro fundido, 17,4%; ferro-ligas, 85,6%; e óleo de soja, 59,6%; paralelamente à redução nas vendas de açúcar em bruto, 20,3%; e de produtos semimanufaturados de ferro/aço, 39,9%.

Considerando o desempenho acumulado nos oito primeiros meses de 2007, em relação ao mesmo período do ano anterior, a média diária das exportações de produtos básicos aumentou 24%. Seguem a de semimanufaturados, 15%; e a de manufaturados, 11,2%. De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o aumento de 15,9% registrado no valor exportado no período de janeiro a agosto de 2007, em relação ao mesmo período de 2006, evidenciou elevações de 9% nos preços e de 6,8% no *quantum* exportado. Na mesma base de comparação, os preços das exportações de básicos, semimanufaturados e manufaturados aumentaram 10,1%, 13,6% e 7,6%, respectivamente, e sua quantidade exportada, 13,5%, 2,1% e 4,4%.

A análise das exportações por principais setores econômicos revela que as médias diárias das vendas externas dos seis segmentos mais importantes, que responderam por 55,8% das exportações acumuladas nos oito primeiros meses do ano, registraram crescimentos em relação ao mesmo período de 2006. Assim, consideradas por ordem de importância, as vendas de materiais de transporte aumentaram 1,7% no período, seguindo-se as dos setores metalúrgico, 18,1%; petróleo e derivados, 11,7%; soja, 17,8%; minérios, 26,8%; e químicos, 24%. Em sentido inverso, apenas as vendas de açúcar e de elétricos e eletrônicos recuaram nesse tipo de comparação.

A exemplo do observado no âmbito das exportações, em agosto foram registrados aumentos em relação ao mesmo período de 2006, no valor da média

Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB

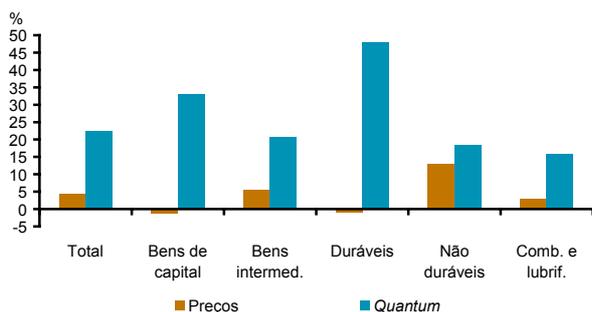
Média diária – Janeiro-Agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	2006	2007	Var. %
Total	349,0	443,3	27,0
Bens de capital	72,7	92,6	27,3
Matérias-primas	173,6	222,2	28,0
Naftas	7,2	7,7	6,2
Bens de consumo	44,0	58,4	32,9
Duráveis	22,1	29,0	31,0
Automóveis de passageiros	6,4	9,8	52,6
Não duráveis	21,8	29,5	34,8
Combustíveis e lubrificantes	58,7	70,0	19,2
Petróleo	37,6	41,3	9,9

Fonte: MDIC/Secex

diária das importações de todas as categorias de uso final. As aquisições de bens de capital aumentaram 42,3%, no período, impulsionadas pelo aumento nas compras de partes e peças para bens de capital para indústria, 106,8%; maquinaria industrial, 51,5%; e máquinas e aparelhos de escritório e serviço científico, 40,8%. As importações de bens de consumo duráveis elevaram-se 35,5%, refletindo aumento nas compras de automóveis de passageiros, 65,6%; objetos de adorno e de uso pessoal, 24,6%; e máquinas e aparelhos de uso doméstico, 18,8%. As aquisições de bens de consumo não-duráveis cresceram 27,6%, evidenciando elevações nos segmentos têxteis, 122,7%; produtos de toucador, 52,8%; e bebidas e tabaco, 27,9%. As compras de matérias-primas e de produtos intermediários, que responderam por cerca de metade das importações, aumentaram 29%, na mesma base de comparação, com ênfase para a expansão nas compras de acessórios de equipamento de transporte, 47,1%; produtos químicos e farmacêuticos, 29,4%; e produtos minerais, 25,6%. As compras de combustíveis e lubrificantes cresceram 2,4%, no período.

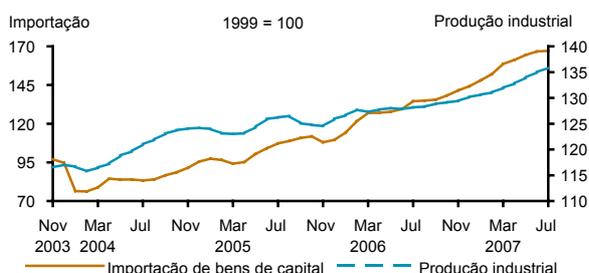
Gráfico 5.3 – Importações – Índices de preços e quantum – Janeiro-Agosto – 2007/2006



Fonte: Funcex

O desempenho das importações acumuladas no ano, até agosto, ratifica o processo de retomada do nível da atividade da economia brasileira, registrando-se aumentos significativos, em relação ao mesmo período de 2006, nas aquisições relativas a todas as categorias de uso final. As compras de bens de consumo não-duráveis aumentaram 34,8%, seguindo-se as compras de bens de consumo duráveis, 31%, impulsionadas pelo aumento de 52,6% nas aquisições de automóveis; matérias-primas, 28%; bens de capital, 27,3%; e combustíveis e lubrificantes, 19,2%.

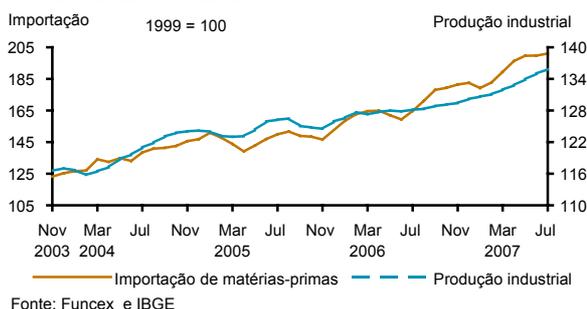
Gráfico 5.4 – Importação de bens de capital x produção industrial – Média móvel de 3 meses Índices dessazonalizados



Fonte: Funcex e IBGE

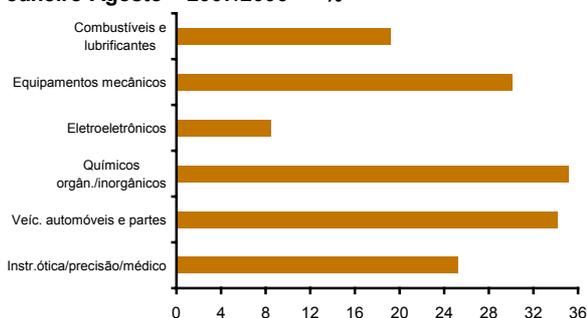
De acordo com a Funcex, o aumento de 27,8% registrado no valor das importações, no período de janeiro a agosto de 2007, em relação ao mesmo período de 2006, resultou de elevações de 4,4% nos preços e de 22,5% no quantum importado. O efeito quantum mostrou-se determinante no desempenho de todas as categorias de uso, registrando-se aumentos no volume importado de bens de consumo duráveis, 48,1%; bens de capital, 33%; matérias-primas e produtos intermediários, 20,9%; combustíveis e lubrificantes, 16%; e bens de consumo não-duráveis, 18,5%. O desempenho dos preços das importações não foi uniforme, observando-se elevações nas categorias de bens de consumo não-duráveis, 12,9%; intermediários, 5,5%; e combustíveis e lubrificantes, 2,8%; e recuos nos relativos a bens de capital, 1,4%; e a bens de consumo duráveis, 0,9%.

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



Fonte: Funcex e IBGE

Gráfico 5.6 – Importações por principais setores
Janeiro-Agosto – 2007/2006^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

1/ Variação do valor sobre igual período do ano anterior.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-Agosto

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2006	2007	Var. %	2006	2007	Var. %	2006	2007
Total	526	606	15,2	349	443	27,0	177	163
Aladi	120	136	13,1	60	76	25,5	60	60
Mercosul	53	64	20,6	33	43	31,1	21	22
Argentina	45	53	18,4	30	39	30,4	16	15
Demais	8	11	32,9	3	4	37,1	5	7
México	18	16	-8,3	5	7	42,1	13	9
Demais	49	55	12,6	23	26	14,1	26	29
EUA ^{1/}	96	97	1,0	55	72	29,5	40	25
UE	118	149	26,2	78	101	28,4	39	48
Europa Or.	14	16	13,8	5	10	109,0	9	6
Ásia	81	98	20,9	87	110	26,8	-6	-13
Japão	15	17	13,6	15	18	13,2	0	0
Coreia (Sul)	8	7	-3,4	13	13	-2,9	-5	-5
China	33	43	28,1	29	45	54,4	4	-2
Outros	25	31	23,2	29	35	19,7	-5	-5
Demais	98	112	14,0	63	75	18,6	35	37

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

O cenário de preços internacionais permanece favorável ao comércio internacional do país, uma vez que a demanda mundial por produtos relevantes em nossa pauta exportadora mostra-se aquecida. Por outro lado, parcela representativa dos preços associados às importações segue deprimida, estimulando a ampliação das aquisições externas necessárias à modernização do parque produtivo e atuando como fator de contenção dos preços domésticos.

Consideradas por principais setores, as importações também apresentaram crescimento generalizado nos oito primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior. Classificadas por ordem de importância, as importações de combustíveis e lubrificantes aumentaram 19,2% no período, seguindo-se equipamentos mecânicos, 30,1%; eletroeletrônicos, 8,5%; químicos, 35,1%; veículos automóveis e partes, 34,2%; e instrumentos de ótica, precisão e médico, 25,2%. As importações desses seis setores representaram, em conjunto, 62,8% das compras externas realizadas de janeiro a agosto de 2007.

Os principais mercados de destino das exportações brasileiras nos primeiros oito meses do ano foram a União Européia, que absorveu 24,5% das vendas externas brasileiras, e a Associação Latino-Americana de Integração (Aladi), 22,4%, permanecendo os Estados Unidos como principal comprador individual, ao adquirir 16% das exportações brasileiras do período. No âmbito da Aladi, as vendas direcionadas ao Mercado Comum do Sul (Mercosul) aumentaram 20,6%, na média diária, em relação ao mesmo período de 2006, e as destinadas ao México recuaram 8,3%. As exportações absorvidas pelos países asiáticos elevaram-se em 20,9%, sustentadas pela expansão de 28,1% das aquisições chinesas.

Nas importações brasileiras, houve aumentos nas compras originárias da Europa Oriental, 109%; China, 54,4%; e México, 42,1%. O mercado asiático é como o principal fornecedor ao Brasil, respondendo por 24,8% das compras externas brasileiras, seguindo-se a União Européia, com 22,7%. Consideradas as importações por país, as provenientes dos Estados Unidos representaram 16,2% do total importado no período, seguindo-se as originárias da China, 10,1%, e as da Argentina, 8,7%. É importante notar que a fatia das economias asiáticas no mercado importador brasileiro totalizava 16,9% há cinco anos, percentual que se reduz para 15,1%, se considerado o resultado registrado há dez anos. Essa trajetória ilustra o estreitamento crescente dos elos comerciais entre o Brasil e aquele continente. As compras provenientes do

Mercosul e dos EUA elevaram-se em 31,1% e 29,5%, respectivamente, na média diária, em relação aos oito primeiros meses de 2006.

5.3 Serviços e renda

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões						
	2006			2007			2008
	Ago	Jan-	Ano	Ago	Jan-	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
	Ago			Ago			
Transações correntes	2,2	8,0	13,6	1,4	5,0	7,8	3,2
Balança comercial	4,6	29,7	46,5	3,5	27,5	40,0	34,0
Exportações	13,7	88,4	137,8	15,1	102,4	155,0	167,0
Importações	9,1	58,6	91,3	11,6	74,9	115,0	133,0
Serviços	-1,0	-6,2	-9,7	-1,0	-7,8	-12,3	-12,0
Transportes	-0,3	-2,0	-3,1	-0,4	-2,5	-3,8	-3,9
Viagens internacionais	-0,2	-0,8	-1,4	-0,3	-1,7	-2,8	-2,5
Computação e inform.	-0,1	-1,3	-1,9	-0,2	-1,4	-2,2	-2,2
Aluguel equipamentos	-0,4	-3,2	-4,9	-0,4	-3,5	-5,1	-5,2
Demais	0,1	1,1	1,7	0,2	1,4	1,5	1,7
Rendas	-1,8	-18,3	-27,5	-1,5	-17,5	-24,0	-23,3
Juros	-0,7	-7,7	-11,3	-0,2	-5,7	-8,0	-6,9
Lucros e dividendos	-1,0	-10,7	-16,4	-1,4	-12,1	-16,5	-16,8
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,2	0,0	0,3	0,5	0,4
Transferências correntes	0,4	2,7	4,3	0,4	2,7	4,2	4,5

1/ Projeção.

O superávit em transações correntes atingiu US\$10,6 bilhões nos doze meses encerrados em agosto de 2007, equivalendo a 0,9% do PIB, ante US\$13,4 bilhões no período correspondente no ano anterior, 1,34% do PIB. O resultado em transações correntes segue elevado, refletindo, por um lado, a redução do déficit na conta de rendas e o desempenho comercial estável, e, em sentido inverso, o aumento das remessas líquidas na conta de serviços. Não é ocioso lembrar que o déficit médio em conta corrente atingiu 2,57% do PIB no período de 1970 a 2002, ou seja, a seqüência de superávits observados desde 2003 contrasta com o padrão histórico da economia brasileira. Com a aceleração da atividade econômica doméstica, o processo de reversão do saldo em conta corrente à norma de longo prazo pode vir a ocorrer com mais celeridade do que se tem observado nos últimos anos.

Nos primeiros oito meses do ano, as remessas líquidas de serviços somaram US\$7,8 bilhões, e as de rendas, US\$17,5 bilhões, registrando, na ordem, expansão de 26,5% e redução de 4,7% em relação ao período equivalente de 2006. Paralelamente ao aumento do déficit, ressaltasse a permanência da tendência de elevação dos valores transacionados na rubrica de serviços, tanto nas receitas como nas despesas, ampliando a corrente de comércio de serviços internacionais.

De janeiro a agosto deste ano, as receitas com viagens internacionais atingiram US\$3,3 bilhões, e as despesas, US\$5 bilhões, com crescimentos de 12,8% e de 33,4%, respectivamente, em relação a igual período de 2006. As despesas líquidas totalizaram US\$1,7 bilhão no período, ante US\$849 milhões no período anterior.

Em relação à conta de rendas, assinala-se o aumento da receita com juros, em linha com a ampliação de ativos brasileiros no exterior, especialmente o crescimento das reservas internacionais. As despesas líquidas com juros acumularam US\$5,7 bilhões de janeiro a agosto, ante US\$7,7 bilhões no período correspondente de 2006. A remuneração das reservas cresceu 127,6%, na mesma base de comparação, atingindo US\$3,8 bilhões.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$12,1 bilhões, ante US\$10,7 de janeiro a agosto de 2006. Em doze meses, essas remessas líquidas acumularam US\$17,7 bilhões, superior ao patamar médio de US\$16 bilhões mantido desde junho do ano passado.

As transferências unilaterais líquidas somaram US\$2,7 bilhões nos primeiros oito meses do ano, ligeiramente superior ao patamar observado no período correspondente de 2006. Considerando os fluxos acumulados nos últimos doze meses encerrados em agosto de 2007 e do ano anterior, esses ingressos líquidos aumentaram 8,6%.

5.4 Conta financeira

A conta financeira do balanço de pagamentos foi superavitária em US\$1,7 bilhão em agosto, acumulando saldo de US\$68,2 bilhões no ano. Os Investimentos Brasileiros Diretos (IBD) no exterior apresentaram retornos líquidos de US\$5,4 bilhões no ano, até agosto. O IBD “participação no capital” continua apresentando constituição de haveres no exterior, atingindo US\$6,2 bilhões no período analisado, e os empréstimos intercompanhias apresentaram amortizações líquidas de US\$11,6 bilhões.

Os ingressos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) somaram US\$26,5 bilhões nos primeiros oito meses do ano, ante US\$10,2 bilhões no período correspondente do ano anterior. Se considerados os valores acumulados em doze meses, verifica-se trajetória de expansão dos IED, totalizando US\$35,1 bilhões em agosto, maior valor da série. Os ingressos líquidos em participação no capital atingiram US\$19,3 bilhões no ano, até agosto, e os empréstimos intercompanhias, US\$7,2 bilhões.

Os investimentos estrangeiros em carteira registraram superávit de US\$1,6 bilhão em agosto, totalizando US\$33,3 bilhões em oito meses. Os investimentos em portfólio negociados no país, ações e títulos de renda fixa, apresentaram ingressos líquidos de US\$1,2 bilhão no mês e de US\$26,6 bilhões no ano.

As principais rubricas dos investimentos estrangeiros negociadas no exterior apresentaram superávits tanto em agosto quanto no acumulado do ano, à exceção dos bônus, impactados pelo programa de recompras do Tesouro Nacional. Em agosto, os bônus de médio e longo prazos apresentaram saídas líquidas de US\$653 milhões, resultantes das recompras de títulos. No ano, as saídas líquidas de bônus

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões						
	2006			2007			2008
	Ago	Jan- Ano	Ano	Ago	Jan- Ano ^{1/}	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
		Ago	Ago		Ago		
Conta financeira	2,1	8,2	15,1	1,7	68,2	66,6	2,6
Investimentos diretos	-0,1	3,7	-9,4	3,8	31,9	24,0	18,0
Brasileiros no exterior	-1,3	-6,4	-28,2	1,8	5,4	-8,0	-10,0
Estrangeiros no país	1,2	10,2	18,8	2,0	26,5	32,0	28,0
Participação	0,6	6,9	15,4	1,1	19,3	23,9	24,8
Intercompanhias	0,6	3,3	3,4	0,9	7,2	8,1	3,2
Investimentos em carteira	0,6	-0,2	9,6	1,5	33,1	27,3	5,9
Ativos	0,1	0,9	0,5	-0,1	-0,2	-1,0	-1,1
Passivos	0,5	-1,1	9,1	1,6	33,3	28,3	7,0
Derivativos	0,0	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	0,0
Outros investimentos	1,6	4,5	14,6	-3,5	3,1	15,3	-21,2
Ativos	0,9	-3,4	-8,9	-7,5	-33,4	-13,0	-21,4
Passivos	0,7	7,8	23,5	4,1	36,5	28,3	0,2

^{1/} Projeção.

totalizaram US\$5,7 bilhões, resultado de desembolsos de US\$2,9 bilhões e de amortizações de US\$8,6 bilhões.

Os ingressos líquidos relativos a títulos privados de médio e longo prazos atingiram US\$706 milhões em agosto e US\$7,4 bilhões nos primeiros oito meses do ano, período no qual os desembolsos líquidos dos títulos de curto prazo somaram US\$3,5 bilhões.

A rubrica outros investimentos brasileiros apresentou constituições de haveres no exterior no valor de US\$7,5 bilhões em agosto, acumulando US\$33,4 bilhões nos oito primeiros meses do ano, decorrentes, fundamentalmente, da constituição de depósitos de bancos brasileiros no exterior, US\$20 bilhões, e de outros setores, US\$12,8 bilhões.

Os ingressos líquidos relativos a outros investimentos estrangeiros somaram US\$4,1 bilhões em agosto. O crédito comercial de fornecedores registrou remessas líquidas de US\$239 milhões, associados, fundamentalmente, a amortizações líquidas de créditos de curto prazo. Os empréstimos somaram desembolsos líquidos de US\$4,3 bilhões, resultado de ingressos líquidos de US\$1,9 bilhão de empréstimos de curto prazo e de desembolsos líquidos de US\$2,4 bilhões relativos a empréstimos de longo prazo. Nos oito primeiros meses do ano, os outros investimentos estrangeiros acumularam ingressos líquidos de US\$36,5 bilhões. Desagregando esse resultado, o crédito comercial de curto prazo registrou desembolsos líquidos de US\$14,7 bilhões, evidenciando o dinamismo das contratações de câmbio de exportações; e os empréstimos diretos apresentaram comportamento distinto, de acordo com o prazo das operações: as de médio e longo prazos resultaram em saídas líquidas de US\$4,7 bilhões, e as de curto prazo, em ingressos líquidos de US\$26,1 bilhões.

Nos primeiros oito meses de 2007, as reservas internacionais cresceram US\$75,3 bilhões, totalizando US\$161,1 bilhões. Nesse período, as compras do Banco Central no mercado à vista de câmbio somaram US\$67 bilhões. Entre as operações externas, sobressaíram os desembolsos de US\$2,9 bilhões em bônus da República, e as amortizações, relativas a *Mydfa*, totalizaram US\$69 milhões. Ocorreram, ainda, receitas de US\$3,8 bilhões com a remuneração das reservas e despesas de juros de US\$22 milhões, dos quais US\$17 milhões pagos ao FMI, US\$4 milhões referentes a *Mydfa* e US\$1 milhão relativo a organismos. As demais operações geraram aumento de estoque de US\$1,7 bilhão.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP
Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões						
	2006			2007			2008
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	1,0	11,2	33,5	2,4	18,9	22,9	13,7
Bônus públicos	0,0	1,9	4,8	0,0	2,9	2,9	0,0
Títulos privados	0,9	6,9	10,3	0,9	12,2	14,2	8,2
Empréstimos diretos	0,1	2,5	18,4	1,5	3,9	5,9	5,5
Empréstimos de curto prazo (líq.) ^{2/}	0,3	-1,1	-0,5	1,9	26,1	20,0	0,0
Tít. de curto prazo (líq.)	0,4	-0,1	0,1	0,4	3,5	1,0	0,0
Portfólio (líq.)	0,0	9,0	16,9	1,2	26,6	28,0	10,0
Taxas de rolagem para o setor privado ^{3/} (%)							
Total:	219%	216%	206%	363%	112%	100%	100%
Títulos privados	204%	248%	206%	449%	296%	174%	100%
Emprést. diretos	347%	138%	205%	323%	38%	49%	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, excluindo as amortizações decorrentes de conversão de dívida em investimento direto.

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2006		2007		2008
	Jan-Ago	Ano	Jan-Ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	53,8	53,8	85,8	85,8	163,2
Compras líquidas do Bacen	23,4	34,3	67,0	67,0	-
Serviço da dívida (líquido)	-21,0	-22,8	-7,4	-7,2	0,4
Juros	-2,8	-2,8	-0,1	1,2	2,4
Receita	1,7	2,8	3,8	6,0	6,8
Despesa	-4,5	-5,6	-3,9	-4,8	-4,4
Amortização	-18,3	-20,0	-7,4	-8,3	-2,0
Desembolsos	2,6	6,6	2,9	2,9	-
Organismos multilaterais	-	1,2	-	-	-
Bônus da República	2,6	5,5	2,9	2,9	-
Demais ^{2/}	1,2	1,5	1,7	1,7	-
Compras do Tesouro Nacional	10,4	12,3	11,2	13,0	6,4
Variação de haveres	16,5	32,0	75,3	77,4	6,8
Posição de reservas brutas	70,3	85,8	161,1	163,2	170,0

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.

O estoque das reservas internacionais foi estimado em US\$163,2 bilhões ao final de 2007, com crescimento de US\$77,4 bilhões no ano. Incluindo-se as operações realizadas nos oito primeiros meses, estão previstos pagamentos de US\$170 milhões relativos ao serviço da dívida externa e lançamentos, já ocorridos, de US\$2,9 bilhões de bônus soberanos. Estimam-se, ainda, liquidações de compras de US\$67 bilhões do Banco Central no mercado doméstico de câmbio, integralmente efetuadas de janeiro a agosto.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Os indicadores de sustentabilidade externa mantiveram, nos oito primeiros meses de 2007, a trajetória favorável observada nos dois anos anteriores, especialmente em virtude do crescimento das exportações, do PIB e das reservas internacionais.

O serviço da dívida externa reduziu-se em US\$1,5 bilhão, resultado associado, principalmente, aos efeitos do programa de recompra dos títulos soberanos da dívida externa, iniciado em janeiro de 2006. A participação do serviço da dívida nas exportações, que se elevaram em US\$14,1 bilhões, recuou de 41,3%, em dezembro de 2006, para 36,5%, em agosto de 2007.

No mesmo período, a dívida total elevou-se em US\$21,7 bilhões, resultado do aumento de US\$23,5 bilhões na dívida de curto prazo e da redução de US\$1,8 bilhão na dívida de médio e longo prazos; a dívida total líquida recuou US\$55,1 bilhões; e o PIB em dólares cresceu US\$110,4 bilhões. Assim, a relação dívida total sobre PIB elevou-se 0,3 p.p., para 16,5%, e a relação dívida total líquida sobre PIB recuou 5,3 p.p., para 1,7%, o menor valor da série, iniciada em 1970.

Os coeficientes dívida total sobre exportações e dívida total líquida sobre exportações atingiram 1,3 e 0,1, respectivamente, em agosto de 2007.

A relação entre as reservas internacionais, que se elevaram em US\$75,3 bilhões, e a dívida externa total subiu de 49,7%, em dezembro, para 82,9%, em agosto, o maior valor desde o início de sua apuração, em 1970. Adicionalmente, as reservas representavam, em agosto, 250,7% da dívida de curto prazo, pelo critério de prazo residual.

Tabela 5.10 – Indicadores de sustentabilidade externa

Discriminação	US\$ bilhões					
	2005		2006		2007	
	Dez	Set	Dez	Mar	Jun	Ago ^{1/}
Exportações de bens e serviços	118,3	132,3	137,8	142,4	150,0	151,9
Serviço da dívida	134,4	151,2	157,3	162,7	171,2	173,9
Dívida externa total	66,0	67,7	56,9	59,4	53,2	55,4
Dívida externa total líquida	169,5	159,6	172,6	182,1	191,4	194,3
Reservas internacionais	101,1	70,8	74,8	60,0	28,9	19,7
PIB	53,8	73,4	85,8	109,5	147,1	161,1
	883	1017	1067	1106	1149	1178
Indicadores						
Dívida total/PIB (%)	19,2	15,7	16,2	16,5	16,7	16,5
Dívida total líquida/PIB (%)	11,5	7,0	7,0	5,4	2,5	1,7
Dívida total/exportações	1,4	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Dívida total/exportação de bens e serviços	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Dív. total líquida/exportação	0,9	0,5	0,5	0,4	0,2	0,1
Dív. total líquida/exportação de bens e serviços	0,8	0,5	0,5	0,4	0,2	0,1
Serviço dívida/exportação (%)	55,8	51,1	41,3	41,8	35,4	36,5
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	49,2	44,7	36,2	36,5	31,0	31,8
Reservas/dívida total (%)	31,7	46,0	49,7	60,2	76,9	82,9

1/ Dados estimados.

5.6 Conclusão

O superávit acumulado pelo balanço de pagamentos nos oito primeiros meses do ano já é suficiente para financiar as contas externas em 2007. Ainda que sejam observados sinais de redução no superávit em transações correntes e de saldo comercial menos expressivo, os fluxos financeiros seguiram em trajetória robusta, e os ingressos líquidos de IED acumulados em doze meses totalizaram US\$35,1 bilhões em agosto, o maior valor da série.

O fortalecimento das contas externas favorece a continuidade da política de ampliação das reservas internacionais, em conjunto com medidas para redução do endividamento externo, a exemplo de recompras e emissões qualitativas no mercado internacional, incluindo bônus denominados em reais, verificadas no primeiro semestre do ano. Ao longo do ano, os níveis de risco atribuído aos títulos brasileiros registram mínimos históricos, mesmo em momentos de turbulência externa, criando-se as condições adequadas tanto para a obtenção do grau de investimento quanto para a consolidação de perspectivas favoráveis para o cenário macroeconômico em médio prazo.

Nesse cenário, a agência de risco *Moody's* concluiu o processo de revisão da classificação de risco de crédito da dívida soberana do país, elevando-a de Ba2 para Ba1, em moeda estrangeira. A classificação de risco do país está a um nível do *investment grade* pelas três maiores agências de avaliação, *Fitch*, *Moody's* e *Standard&Poor's*. Tal avaliação reflete a melhoria observada no perfil de endividamento geral do governo, a antecipação de redução mais acelerada dos indicadores de endividamento do governo no futuro próximo e a esperada continuação de fortalecimento dos indicadores de dívida externa. O comunicado da agência reforçou que os fundamentos da economia brasileira estão mais robustos, em comparação com os de outras economias emergentes, no que se refere à capacidade de enfrentar conjunturas econômicas externas desfavoráveis, com ênfase na relevância da diversificação das exportações e no elevado nível das reservas internacionais.

A continuidade dos fluxos financeiros em patamar elevado sugere que o ambiente de mais volatilidade nos mercados financeiros internacionais ainda não impactou de forma relevante o resultado do balanço de pagamentos do Brasil. Ainda que os níveis de exposição ao risco e a liquidez dos investidores internacionais não retornem aos padrões vigentes antes da crise no segmento *subprime* do

mercado imobiliário norte-americano, a diferenciação dos bons fundamentos da economia brasileira deve continuar sustentando os ingressos de investimentos estrangeiros.

Projeções do Balanço de Pagamentos

As projeções para as contas externas do país neste ano, publicadas neste "Relatório de Inflação", foram atualizadas comparativamente às do Relatório do trimestre anterior. Foram incorporados os dados observados no período; os impactos do novo estoque de dívida externa, apurado para o mês de junho; e a alteração no ambiente econômico internacional. Adicionalmente, são divulgadas as primeiras projeções para o balanço de pagamentos do próximo ano.

As transações correntes deverão apresentar superávit de US\$7,8 bilhões em 2007, equivalentes a 0,63% do Produto Interno Bruto (PIB), ante US\$10,7 bilhões na projeção anterior. Essa redução deveu-se a elevações nas projeções dos deficits na conta de serviços, de US\$10,4 bilhões para US\$12,3 bilhões; e de rendas, de US\$23,4 bilhões para US\$24 bilhões; e, à diminuição de US\$0,3 bilhão nos ingressos líquidos relacionados a transferências unilaterais correntes, para US\$4,2 bilhões.

Em 2007, até agosto, as exportações atingiram US\$102,4 bilhões, com expansão de 15,9% em relação ao período equivalente do ano anterior. Considerando esse resultado e o desempenho recente, dessazonalizado, das vendas externas, elevou-se a previsão para o ano em US\$3 bilhões, para US\$155 bilhões. As importações acumuladas no ano, até agosto, totalizaram US\$74,9 bilhões, registrando crescimento de 27,8%, no período. Considerando-se esse desempenho, superior ao esperado, foram revisadas as projeções para o ano, de US\$112 bilhões para US\$115 bilhões. A projeção para o saldo da balança comercial permanece em US\$40 bilhões.

Tabela 1 – Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões						
	2006			2007			2008
	Ago	Jan-	Ano	Ago	Jan-	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
	Ago			Ago			
Usos	0,5	-21,9	-30,8	-0,3	-22,3	-28,2	-24,3
Transações correntes	2,2	7,8	13,3	1,4	5,0	7,8	3,2
Amortizações de MLP ^{2/}	-1,7	-29,7	-44,1	-1,6	-27,3	-36,1	-27,5
Papéis	-1,3	-21,3	-25,6	-0,9	-13,4	-17,8	-11,2
Pagas	-0,8	-19,9	-24,2	-0,9	-13,2	-17,6	-11,2
Refinanciadas	-0,5	-0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Conversões em IED	0,0	-0,7	-0,7	0,0	-0,2	-0,2	0,0
Créd. de fornecedores	-0,1	-1,0	-1,7	-0,1	-1,0	-1,8	-2,8
Empréstimos diretos ^{3/}	-0,3	-7,4	-16,9	-0,7	-12,9	-16,5	-13,4
Fontes	-0,5	21,9	30,8	0,3	22,3	28,2	24,3
Conta capital	0,1	0,6	0,9	0,1	0,5	0,8	1,0
Inv. estrangeiros diretos	1,2	10,2	18,8	2,0	26,5	32,0	28,0
Papéis domésticos ^{4/}	0,0	8,7	14,7	0,8	23,3	24,0	10,0
Desembolsos de MLP ^{5/}	1,9	18,8	43,7	4,3	24,1	31,2	24,7
Papéis	1,4	9,5	15,8	0,9	15,1	17,0	8,2
Créd. de fornecedores	0,1	0,6	0,8	0,3	0,8	1,8	3,1
Empréstimos ^{6/}	0,4	8,8	27,1	3,1	8,2	12,4	13,4
Ativ. brasil. no exterior	-0,2	-8,6	-36,1	-5,9	-28,1	-22,0	-32,5
Demais ^{7/}	1,0	8,7	19,4	2,9	49,2	37,5	0,0
Ativos de reservas	-4,4	-16,5	-30,6	-3,9	-73,1	-75,2	-6,8

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.

A ampliação do deficit previsto para a conta de serviços em 2007, na comparação entre os Relatórios de Inflação de setembro e de junho, deveu-se, fundamentalmente, à revisão das projeções para viagens internacionais, transportes e demais serviços. As viagens internacionais, estimuladas pelo comportamento da taxa de câmbio e pelos ganhos de renda observados no período recente, registraram deficit de US\$1,7 bilhão no ano, até agosto, implicando revisão de sua projeção anual para US\$2,8 bilhões, com aumento do saldo negativo previsto em US\$1 bilhão. A projeção do deficit da conta de transportes foi ampliada em US\$200 milhões, para US\$3,8 bilhões, em função do maior dinamismo da corrente de comércio, enquanto a relativa a demais serviços, reduzida de US\$2,1 bilhões para US\$1,5 bilhão, sempre na comparação entre este "Relatório de Inflação" e o do trimestre anterior.

O aumento do deficit projetado para a conta de rendas refletiu o desempenho dos lucros e dividendos, cujo saldo negativo previsto passou de US\$15,7 bilhões, no "Relatório de Inflação" de junho, para US\$16,5 bilhões neste Relatório. Como analisado em edições anteriores, o comportamento das remessas líquidas de lucros e dividendos permanece influenciado pela rentabilidade das empresas com participação estrangeira no país, pelo contínuo aumento do estoque dos investimentos estrangeiros diretos e pela apreciação cambial.

As projeções para os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos foram expressivamente elevadas neste "Relatório de Inflação". O aumento na previsão para 2007 evidenciou o significativo desempenho dos investimentos nos primeiros oito meses do ano, recorde da série histórica, atingindo US\$26,5 bilhões. Esse resultado, influenciado pela solidez dos fundamentos macroeconômicos do país e pela perspectiva de obtenção do *investment grade*, superou a projeção anterior, de US\$25 bilhões, para todo o ano. A nova previsão, de US\$32 bilhões, traz implícita ligeira redução nos fluxos dos meses restantes deste ano, na comparação com igual período de 2006, pois se situa abaixo do resultado observado nos últimos doze meses até agosto, US\$35,1 bilhões. As saídas líquidas de investimentos brasileiros diretos foram revistas de US\$10 bilhões para US\$8 bilhões.

Os investimentos estrangeiros em portfólio no país, ações e títulos de renda fixa, para o ano, também foram revisados. O cenário de liquidez internacional, combinado com os fundamentos domésticos, possibilitou ingressos significativos de US\$23,3 bilhões, até agosto, superando a projeção anterior de US\$15 bilhões. A revisão da previsão para 2007 considera, adicionalmente, cenário internacional de menor liquidez e maior aversão a risco no curto prazo, situando-se, de forma conservadora, em US\$24 bilhões.

O total de amortizações de médio e longo prazos para 2007, decorrente da posição de endividamento para o mês de junho, US\$36,1 bilhões, representa aumento de US\$1,8 bilhão em relação à projeção anterior. Observe-se que a nova estimativa inclui as recompras de títulos da dívida externa em mercado, efetuadas pelo Tesouro Nacional que, de maio a agosto, atingiu valor financeiro de US\$2,5 bilhões. As taxas de rolagem do endividamento externo privado de médio e longo prazos foram mantidas em 100%, compostas por taxas de rolagem de 50% para empréstimos e de 174% para títulos. De janeiro a agosto, a rolagem dessa dívida atingiu 108%, composta por 279% para papéis e 37% para empréstimos.

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões						
	2006			2007			2008
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	2,0	6,2	10,3	0,7	1,2	1,8	-3,6
Capitais (líquido)	1,3	16,4	25,7	7,5	85,7	73,1	20,0
Investimento Estrangeiro							
Direto	1,2	10,2	18,8	2,0	26,5	32,0	28,0
Em carteira	0,0	8,7	14,7	0,8	23,3	24,0	10,0
Empréstimos de médio e longo prazos	0,6	-2,2	6,9	1,2	-8,0	-10,1	-2,8
Crédito comercial de curto, médio e longo prazos	0,4	5,7	11,9	3,0	42,8	34,5	0,0
Bancos	0,4	-1,2	-0,7	3,2	28,2	22,5	-0,2
Demais	0,0	6,9	12,6	-0,2	14,5	12,0	0,2
Investimentos brasileiros							
no exterior	-1,5	-9,5	-34,5	-0,8	-8,1	-14,0	-16,1
Demais	0,6	3,5	7,9	1,3	9,3	6,7	1,0
Hiato financeiro	3,3	22,6	36,1	8,2	87,0	75,0	16,4
Compras líquidas							
do Banco Central	-4,6	-23,4	-34,3	-3,1	-67,0	-67,0	0,0
Depósitos de bancos	1,3	0,8	-1,7	-5,1	-20,0	-8,0	-16,4

1/ Projeção.

Os capitais de curto prazo registraram ingressos líquidos de US\$49,2 bilhões nos primeiros oito meses de 2007. Esse montante inclui emissões de títulos de US\$3,5 bilhões e empréstimos de US\$26,1 bilhões, no exterior; investimento de estrangeiros em títulos no país, US\$4,9 bilhões; e créditos comerciais de curto prazo, US\$14,7 bilhões. Considerando as medidas prudenciais adotadas pelo Banco Central para reduzir a exposição do sistema financeiro a moedas estrangeiras e o novo cenário internacional, a projeção deste "Relatório de Inflação" para esses capitais, no ano, atinge US\$37,5 bilhões, admitindo saídas líquidas nos quatro últimos meses do ano.

Nessa projeção, os haveres de bancos comerciais no exterior crescerão US\$8 bilhões, de US\$11,9 bilhões na projeção anterior, ao tempo que as reservas internacionais deverão encerrar o ano em US\$163,2 bilhões, ampliação de US\$77,4 bilhões em relação ao observado ao final de 2006.

Para 2008, a projeção do balanço de pagamentos contempla superávit de US\$3,2 bilhões em transações correntes. O saldo comercial deverá reduzir-se para US\$34 bilhões, consistente com crescimentos de 15,7% das importações e de 7,7% das exportações. A conta de serviços deverá ser deficitária em US\$12 bilhões, com o ligeiro aumento nas saídas líquidas da maioria das rubricas sendo compensado pela redução dos déficits em viagens internacionais e pelo aumento do saldo positivo em outros serviços.

As remessas líquidas de lucros e dividendos deverão se ampliar no próximo ano, com valor estimado em US\$16,8 bilhões. Projeta-se, adicionalmente, redução nas saídas líquidas de juros, para US\$6,9 bilhões, em linha com o aumento das receitas, que deverão situar-se em US\$9,1 bilhões, fundamentalmente em função da remuneração das reservas. As receitas de transferências unilaterais correntes deverão alcançar US\$4,5 bilhões em 2008.

Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos deverão totalizar US\$28 bilhões, pouco abaixo do nível projetado para 2007. Estima-se que os investimentos brasileiros diretos no exterior somem US\$10 bilhões, com a manutenção da internacionalização de empresas brasileiras. Os investimentos em ações e papéis domésticos deverão acumular ingressos líquidos de US\$10 bilhões, em 2008.

As amortizações de médio e longo prazos estão projetadas em US\$27,5 bilhões, incluindo US\$1 bilhão em exercício de opções de *put/call*, valor US\$8,6 bilhões menor que o previsto para 2007. Para 2008, projeta-se que todo o serviço da dívida externa em bônus do Tesouro Nacional será pago por meio de compras de divisas em mercado.

Estima-se manutenção da taxa de rolagem em 100% para empréstimos e papéis privados de médio e longo prazos, comparativamente às respectivas amortizações, o que resultará em desembolsos de US\$24,7 bilhões.

Nesse cenário, o balanço de pagamentos em 2008 apresenta-se integralmente financiado, com o

setor bancário ampliando haveres no exterior em US\$16,4 bilhões. Os ativos de reservas, por sua vez, deverão crescer US\$6,8 bilhões. Assim, o estoque das reservas internacionais ao final de 2008 deverá atingir US\$170 bilhões.

Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Comitê de Política Monetária (Copom) sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional, desde a divulgação do último Relatório, em junho de 2007, assim como a análise das perspectivas para a inflação até o fim de 2008 e para o crescimento do PIB até o fim de 2007. 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 11,25% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 4 e 5 de setembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em valor próximo ao vigente nos dias que antecederam a reunião (R\$1,95 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 nas últimas semanas. 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 neste 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, 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, segundo os dados dessazonalizados pelo IBGE, cresceu 0,8% no segundo trimestre de 2007 ante o trimestre anterior e 5,4% na comparação com igual trimestre do ano passado, a maior taxa desde o terceiro trimestre de 2004 e a segunda maior desde o quarto trimestre de 1996 (i.e., dos últimos onze anos). Em consequência, no primeiro semestre o crescimento situou-se em 4,9% e, em quatro trimestres, 4,8%. Deve-se ressaltar a solidez do atual ciclo de expansão da economia brasileira, que cresce por 22 trimestres consecutivos, na comparação com igual trimestre do ano anterior. Além disso, destaca-se a aceleração recente da FBCF, que reflete as perspectivas de continuidade da estabilidade macroeconômica, além de revelar cenário positivo para a evolução da economia em prazos mais longos. O desempenho da FBCF, aliado ao crescimento do consumo das famílias (5,9%) no primeiro semestre, caracteriza a demanda interna como principal propulsor do atual ciclo de crescimento. Em um momento em que cresce a incerteza sobre o ritmo futuro de expansão da economia global, o dinamismo da demanda doméstica mantém perspectivas positivas para a atividade econômica. O Comitê ratifica, portanto, o cenário constante dos últimos Relatórios de Inflação, segundo o qual o ritmo de crescimento da economia brasileira deverá continuar robusto nos próximos trimestres. Para tanto, serão fatores-chave a estabilidade de preços, o aumento do investimento, o fortalecimento do mercado de trabalho, o crescimento da renda real e a ampliação do crédito. Somem-se, ainda, a menor vulnerabilidade externa, a redução da incerteza macroeconômica e a postura vigilante da política monetária. Esse conjunto de fatores, a despeito da deterioração recente dos mercados financeiros internacionais e da marcada elevação das incertezas sobre o ritmo de crescimento das economias maduras, deve ser suficiente para garantir a continuação do atual processo de crescimento.

Após recuar por quatro anos seguidos e terminar 2006 em 3,14%, a inflação medida pelo IPCA voltou a subir em 2007. De fato, a inflação acumulada em doze meses, que havia recuado para 2,96% em março, subiu para 3,69% em junho, atingiu 4,18% em agosto e provavelmente encerrará este ano em patamar bem superior ao registrado em 2006. Ao contrário do que ocorreu em 2006, quando o comportamento benigno da inflação foi favorecido, e muito, pela contribuição excepcionalmente favorável dos preços dos alimentos, a inflação em 2007 tem sido adversamente afetada pela reversão desse processo.

Por outro lado, neste ano o comportamento dos preços administrados tem sido bastante benigno, com a inflação acumulada, até agosto, de 1,19%, ante 3,07% no mesmo período de 2006. A despeito de desenvolvimentos recentes menos favoráveis do que se antecipavam, a dinâmica dos preços ainda indica que a inflação tende a evoluir segundo a trajetória das metas.

À semelhança da inflação ao consumidor, a inflação medida pelos índices gerais mostra aceleração em 2007. A inflação em doze meses, medida pelo IGP-DI, que encerrou 2006 em 3,79%, deslocou-se para 4,49% em março e atingiu 5,19% em agosto, situando-se acima da inflação ao consumidor (4,18%), medida pela variação do IPCA. Não obstante, a elevação do IGP-DI é explicada, em grande parte, pelo comportamento dos preços ao consumidor considerados no IPC-Br, haja vista que, para o acumulado de doze meses, a variação desse índice passou de 2,05%, ao final de 2006, para 4,47% em agosto. Por sua vez, na mesma base de comparação, a variação do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) manteve-se estável (5,04% contra 5,05%), e a do IPA-DI se elevou de 4,29% para 5,49%. Note que essa aceleração do IPA-DI deveu-se, em grande parte, ao comportamento dos preços agropecuários, com variação acumulada de 14,87% em doze meses até agosto (ante uma inflação de 6,92% em dezembro de 2006), e os preços industriais subiram apenas 2,65% (ante 3,46% em dezembro do ano passado). A aceleração dos preços agropecuários, com reflexos significativos nos preços de alimentos que compõem o próprio IPCA, reflete, em parte, a influência de tendências altistas nos mercados internacionais de *commodities* como soja, arroz e bovinos. Apesar do comportamento benigno até recentemente, há também, na margem, sinais de aceleração dos preços de produtos industriais no atacado.

Observaram-se alterações relevantes desde a divulgação do último Relatório, no que se refere ao cenário externo. O “Relatório de Inflação” de junho já indicava que problemas nos mercados financeiros, especificamente de títulos e obrigações lastreados em empréstimos, poderiam ter impactos mais amplos, acrescentando um dado de cautela ao cenário externo que, em linhas gerais, apontava para crescimento econômico global robusto, a despeito da desaceleração da economia americana. Desde então, os mercados financeiros internacionais entraram em período de significativa turbulência. Cresceu a percepção de que investimentos em ativos originados no setor imobiliário norte-americano teriam ocasionado perdas, de extensão e distribuição, até o momento não inteiramente conhecidas, a instituições financeiras de economias maduras. Essa

situação de considerável incerteza acarretou surgimento de problemas de liquidez nos mercados interbancários. Os bancos centrais, particularmente na Europa e nos EUA, reagiram prontamente, elevando a provisão de liquidez e facilitando o recurso às operações de redesconto. Entretanto, essas economias continuam convivendo com problemas de assimetria no acesso ao crédito interbancário, ainda que de forma atenuada ante o que se observou em meados de agosto.

Esses desenvolvimentos tiveram impacto importante sobre as perspectivas para a política monetária em economias maduras, geralmente no sentido de limitar, em decorrência do aumento do risco de desaceleração econômica mais pronunciada, pelo menos em curto prazo, o escopo para ações contracionistas. Em particular, a necessidade de mitigar o impacto potencial da turbulência financeira sobre a atividade econômica levou o Banco Central dos EUA a alterar o viés de sua política monetária em 17 de agosto e a cortar a taxa de juros em magnitude maior do que a antecipada pelos participantes de mercado, em sua reunião de 18 de setembro. Tais ações sugerem que, na visão das autoridades monetárias norte-americanas, teria aumentado a possibilidade de que os efeitos colaterais das dificuldades do setor imobiliário sobre o setor financeiro e sobre a confiança do consumidor ensejassem desaceleração mais forte da economia. Na Europa e nas grandes economias asiáticas, a atividade econômica se apresentava mais robusta, ainda que com certo arrefecimento no Japão. Entretanto, esse cenário de atividade global vigorosa pode sofrer reflexos negativos da crise norte-americana. Por sua vez, há a leitura de que a inflexão expansionista da política monetária por parte dos bancos centrais das maiores economias poderia ter impacto inflacionário em médio prazo. É forçoso reconhecer, em suma, que, a despeito da resposta tempestiva de importantes bancos centrais ao aumento da volatilidade financeira, o cenário externo se tornou mais incerto do que se apresentava em junho, e que as mudanças de sentimento e o aumento de percepção de risco devem ser monitorados de perto.

Quanto aos potenciais reflexos de possível desaceleração mais intensa da economia global sobre a economia brasileira, podem-se fazer algumas conjecturas preliminares. Primeiro, considerando que o atual ciclo de crescimento, que tem, em grande parte, sido impulsionado pela demanda interna e considerando os primeiros reflexos da crise sobre as taxas de câmbio e de juros domésticas, os efeitos da crise externa não parecem suficientes para desviarem, de forma relevante, a economia brasileira da sua atual trajetória de crescimento, em ritmo substancialmente

superior à média dos últimos anos. Segundo, apesar das incertezas quanto aos efeitos da crise sobre a economia dos EUA e, em menor escala, sobre a economia mundial, parece razoável supor que, do ponto de vista inflacionário, uma desaceleração global poderia conter as elevações de preços de *commodities*, com impacto potencialmente favorável sobre as perspectivas inflacionárias. Em contrapartida, nesse cenário a continuidade da contribuição do setor externo para um cenário inflacionário benigno poderia ser comprometida. O efeito líquido sobre a transmissão para o cenário inflacionário doméstico, portanto, é *a priori* incerto, e o efeito sobre o ritmo de expansão da demanda doméstica e, conseqüentemente, da atividade, tende a ser limitado.

Nesse cenário, o Copom deu continuidade, no terceiro trimestre, ao processo de flexibilização da política monetária iniciado em setembro de 2005. O Comitê reduziu a meta para a taxa Selic em 50 p.b. e 25 p.b., nas reuniões de julho e de setembro de 2007, respectivamente. Com isso, desde o início do ciclo de flexibilização, em setembro de 2005, a redução total alcançou 850 p.b., e, no que se refere somente a 2007, 200 p.b. Assim, parte importante dos efeitos dos cortes de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, tampouco os efeitos da atividade sobre a inflação tiveram tempo de se materializar. Atualmente fixada em 11,25% a.a., a taxa Selic situa-se no menor nível desde que foi criada, em 1986.

O cenário benigno para os preços ao consumidor, que vinha se materializando com mais intensidade desde meados do ano passado, arrefeceu. Esses desenvolvimentos, ao menos em parte, não constituem surpresa, conforme registrado em Relatórios anteriores e em Notas de reuniões do Copom, pois se antecipava que a inflação acumulada de doze meses iria se acelerar ao longo do terceiro trimestre. Apesar de a aceleração haver sido mais intensa do que se esperava, a inflação medida pelo IPCA continua evoluindo de acordo com a trajetória de metas. Após os 0,28% verificados em junho e o recuo para 0,24% em julho, a inflação mensal acelerou para 0,47% em agosto. Assim, a inflação acumulada no ano até agosto alcançou 2,80%, um ponto percentual acima da taxa (1,78%) verificada em agosto de 2006. Além disso, após atingir 2,96% em março deste ano, a inflação acumulada em doze meses paulatinamente se acelerou, chegando a 4,18% em agosto ante 3,84% registrados no mesmo mês do ano passado. Ao contrário de anos anteriores, em 2007 os preços livres têm subido mais do que os preços administrados e monitorados por contrato, e os últimos decisivamente mitigam a aceleração inflacionária. De fato, enquanto

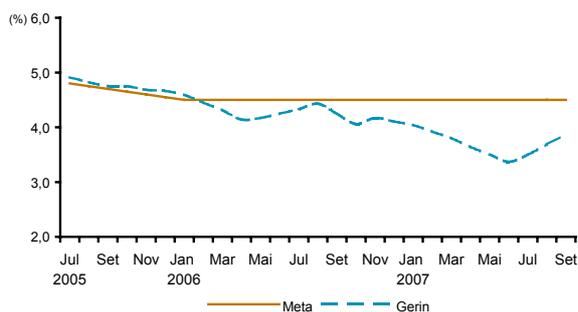
os preços livres variaram 3,53% neste ano até agosto, os preços administrados avançaram apenas 1,19%. Em outra perspectiva, para o acumulado em doze meses, a diferença entre as inflações dos preços administrados e monitorados por contrato e a dos livres encontra-se negativa há quatro meses. No conjunto dos preços livres, a inflação associada aos bens não-comercializáveis situa-se em 3,81% em 2007, acima, portanto, dos 3,24% registrados pelos bens comercializáveis, os quais, no entanto, aceleram-se, a despeito da apreciação cambial verificada em 2007. Por sua vez, os preços dos serviços registram aumento de 3,74% no ano, recuo significativo ante os 4,23% observados no mesmo período do ano passado. Nota-se que, após longo processo de desaceleração, entre abril e agosto a inflação dos serviços acumulada em doze meses mostrou estabilidade em patamar relativamente elevado, embora dados preliminares para setembro sejam mais favoráveis.

Duas das três principais medidas de núcleo calculadas pelo Banco Central registram aceleração nos primeiros oito meses do ano, ante o período correspondente de 2006. No ano, até agosto, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio situou-se em 2,45%, ligeiramente acima do patamar observado em igual período do ano anterior (2,43%). Já o núcleo por médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos mostra importante redução até agosto, situando-se em 2,47%, ante os 3,29% observados em igual período do ano anterior. Por outro lado, o núcleo por médias aparadas sem suavização de itens preestabelecidos mostra aceleração no ano até agosto (2,24% ante 2,04%). Em doze meses, o núcleo por exclusão registra redução, situando-se em 3,58%, ante os 3,71% do ano passado. Entretanto, esse índice mostra aceleração importante ante os 2,59% observados em março de 2007. Em doze meses, o recuo do núcleo por médias aparadas com suavização foi maior, de 5,40% para 3,79%, em linha com o caráter inercial dessa medida (que atingiu um mínimo de 3,63% em julho). Ainda segundo esse critério de comparação, o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 3,75%, em agosto de 2006, para 2,96% neste ano, também com elevação em relação ao mínimo de 2,23% registrado em março de 2007. Finalmente, cabe destacar que, à semelhança da inflação plena, essas três medidas de inflação subjacente posicionam-se abaixo da meta central de 4,5% para os próximos anos.

Após se elevar de 0,16% em maio para 0,26% em junho e 0,37% em julho, a inflação medida pela variação do IGP-DI acelerou em agosto, para 1,39%, a maior taxa mensal desde junho de 2004. Com isso, a variação

acumulada no ano atingiu 3,24% em agosto, ante 1,87% em igual período do ano anterior e, em doze meses, a aceleração foi mais acentuada (5,19% neste ano ante 2,78% em agosto de 2006). Essa aceleração do IGP-DI repercute tanto a aceleração dos preços no atacado, com peso de 60%, quanto a dos preços ao consumidor, com peso de 30%. De fato, a análise de seus componentes mostra o IPC-Br em forte aceleração, com variação de 3,23% neste ano até agosto, ante 0,84% em 2006, o INCC com inflação estável (4,10% em 2007 ante 4,09% em 2006), e a variação do IPA-DI se deslocando de 1,93% para 3,10%. Em doze meses até agosto, esses três grandes componentes do IGP-DI acumulam variação, respectivamente, de 4,47%, de 5,05% e de 5,49% (2,40%, 5,23% e 2,56% em 2006). Além do quadro de aceleração, a decomposição destaca o fato de os componentes do IGP-DI registrarem inflação acima da medida pelo IPCA e, nos casos do IPA-DI e do INCC, acima da meta de 4,5% estabelecida pelo CMN para este e para os dois próximos anos.

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



A surpresa inflacionária observada em meses recentes teve repercussão, como era de se esperar, nas expectativas de inflação para este e para o próximo ano. De fato, para 2007, tanto a mediana quanto a média das expectativas coletadas pela Gerin se elevaram desde a divulgação do último Relatório. Para 2008, a mediana se manteve estável por bastante tempo, a despeito de a média, cujos movimentos freqüentemente antecedem mudanças na mediana, haver se deslocado para cima. A mediana das expectativas coletadas pela Gerin para a variação do IPCA em 2007 passou de 3,50%, no período imediatamente anterior à reunião do Copom de junho, para 3,92%, antes da reunião de setembro, mas posteriormente ultrapassou a barreira dos 4,00%. Por sua vez, a mediana das expectativas para 2008, que permanecia ancorada em 4,00% na data da reunião do Copom de setembro, deslocou-se recentemente para 4,10%.

Após a reunião do Copom de setembro, o IBGE divulgou que o PIB a preços de mercado cresceu 0,8% no segundo trimestre, em relação ao anterior, e 5,4% em comparação com igual trimestre de 2006, a maior taxa desde o terceiro trimestre de 2004, ano em que a economia cresceu 5,7%. Além disso, ainda segundo o IBGE, a atividade econômica se expandiu 4,9% no primeiro semestre, ante o mesmo período do ano passado, e 4,8% no acumulado em quatro trimestres, ante os quatro trimestres imediatamente anteriores, sendo, nessa base de comparação, a mais vigorosa expansão desde o segundo trimestre de 2005. Entre os componentes da demanda agregada destacaram-se a FBCF e as importações, respectivamente, com expressivas expansões de 13,8% e de 18,7%, ante o mesmo

trimestre do ano anterior. A aceleração da FBCF favorece a sustentabilidade do presente ciclo de crescimento. Além disso, é uma evidência manifesta da diminuição das incertezas macroeconômicas verificada nos últimos anos, processo que, em boa medida, reflete a ação de uma política monetária comprometida com a estabilidade de preços.

Conforme antecipado em Relatórios de Inflação anteriores e em Notas de reuniões do Copom, as contas nacionais confirmaram a expansão significativa da demanda doméstica. De fato, o crescimento do consumo das famílias alcançou 5,8% no segundo trimestre em relação ao mesmo período de 2006. Esse desempenho, aliado à forte expansão dos investimentos, coloca a demanda interna como principal propulsor do crescimento econômico, a despeito de o desempenho das exportações ter superado as expectativas menos otimistas. Também em linha com os documentos divulgados pelo Copom, o aumento da demanda doméstica reflete a expansão do nível de emprego e da renda do trabalhador, além da expansão do crédito. A propósito, a evolução favorável desses dois últimos fatores com certeza foi positiva e fortemente influenciada pela redução da inflação verificada até o passado recente.

Em relação à oferta agregada, os três setores apresentaram desempenho positivo no segundo trimestre deste ano. A indústria sinalizou forte aceleração, com taxa de crescimento (1,3%) marcadamente maior do que a anotada no primeiro trimestre (0,4%), liderando o crescimento da economia e contrariando análises mais pessimistas sobre o dinamismo do setor manufatureiro brasileiro. De fato, a expansão de 6,8% do produto industrial, ante o mesmo período do ano passado, foi a mais elevada desde o terceiro trimestre de 2004. O setor de serviços também apresentou desempenho robusto, ao registrar a décima sexta elevação trimestral consecutiva (0,7%), a despeito de desacelerar em relação ao trimestre anterior, quando experimentou incremento de 1,7%. Já em comparação com o segundo trimestre de 2006, a expansão dos serviços atingiu 4,8%. Por sua vez, o desempenho menos vigoroso foi o do setor agropecuário, que no segundo trimestre cresceu apenas 0,6% e 0,2% em comparação com o primeiro trimestre de 2007 e com o segundo de 2006, respectivamente. Esse baixo incremento no confronto interanual contrasta com os dados estimados para a safra agrícola, como o crescimento de 14,3% para a produção de grãos em 2007, em relação a 2006.

A despeito da intensificação do ritmo da atividade econômica e do fortalecimento da moeda nacional, a balança

comercial continua a apresentar resultados sólidos. Apesar do arrefecimento na margem, o desempenho da balança de comércio corrobora avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom, sobre mudanças estruturais importantes no comércio exterior brasileiro. Com efeito, o saldo comercial registrado até agosto atingiu US\$27,5 bilhões, 7,5% inferior ao observado no mesmo período do ano passado. Esse resultado deveu-se, sobretudo, ao desempenho das importações, que cresceram 27,8% no período, e as exportações se expandiram 15,9%. Em doze meses até agosto, o saldo comercial recuou ligeiramente e atingiu US\$44,2 bilhões. Esse foi o terceiro recuo mensal consecutivo, fato que não ocorria desde maio de 2001. Dessa forma, apesar de o desempenho da balança comercial continuar surpreendendo muitos analistas, parece que o esperado processo de arrefecimento da geração de superávits se iniciou. Esse processo é determinado tanto pelo efeito preço, consubstanciado nos movimentos da taxa real de câmbio, como pelo efeito-renda, consubstanciado na maior expansão da demanda doméstica. Não obstante, esse movimento sinaliza um natural e saudável ajustamento das contas externas rumo ao equilíbrio de longo prazo.

Ainda sobre comércio exterior, apesar de nos últimos trimestres o volume das importações haver crescido mais rapidamente que o das exportações, em grande parte o aumento das compras externas (27,5%, no acumulado em doze meses até agosto) deve-se ao expressivo aumento das aquisições de bens de capital (25,7%, na mesma base de comparação). Nesse sentido, de um lado, esse desenvolvimento pode ser entendido como sinal de expansão da capacidade instalada, de outro, como indicador de modernização das plantas existentes. Deve-se notar, ainda, que o crescimento em valor das exportações (16,2%, no acumulado em doze meses até agosto) reflete o crescimento do *quantum* exportado, e não apenas o dos preços, em especial no que se refere às principais *commodities* presentes na pauta de exportação brasileira. A rigor, em doze meses até agosto o *quantum* exportado aumentou 5,9% e tem se recuperado nos últimos meses, após a forte desaceleração registrada na primeira metade de 2006. Por sua vez, os preços avançaram 10% no mesmo período. Nesse contexto, ainda que se antecipe, para 2007, saldo comercial inferior aos observados no último biênio, o Copom não vislumbra reversão abrupta na trajetória de geração de vultosos saldos comerciais registrada no passado recente. O saldo em transações correntes registrou superávit de US\$5,0 bilhões (0,6% do PIB) no ano, até agosto, e de US\$10,6 bilhões (0,9% do PIB) nos últimos doze meses.

A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) na indústria de transformação, segundo dados da CNI, atingiu 82,5% em julho, taxa 2 p.p. superior àquela verificada no mesmo mês de 2006. Com esse resultado, em 2007 a taxa média de utilização da capacidade até julho situou-se em 81,7%, 1,8 p.p. acima daquela registrada no mesmo período do ano passado, diferença que alcança 1,2 p.p. quando a comparação é feita em relação tanto a 2005 quanto a 2004. O aumento do grau da UCI para níveis historicamente elevados reflete a aceleração da atividade econômica e ocorre apesar da forte expansão do volume de investimentos na economia. De fato, até julho a absorção de bens de capital apresentou crescimento de 17,2%, refletindo a grande expansão das importações (30,3% em volume) e o aumento da produção de bens de capital (17,0%). Vale notar, também, que a produção de insumos para a construção civil aumentou 4,1% no mesmo período. Tendo em vista o comportamento recente das taxas de utilização da capacidade, a aceleração da expansão dos investimentos será fundamental para evitar que, ao longo dos próximos trimestres, aprofunde-se o descompasso verificado entre a evolução da oferta e da demanda agregada nos últimos trimestres, o qual pode elevar o risco de aceleração inflacionária.

A média móvel trimestral da série de produção industrial, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, cresceu 0,6% em julho. Na comparação mês a mês, depois de nove altas consecutivas, o mais longo período de expansão segundo a nova série histórica, iniciada em 1991, a produção industrial recuou 0,4% em julho, segundo a série com ajuste sazonal do IBGE. Ainda assim, quando comparada com julho de 2006, verifica-se sólida expansão de 6,8%, a décima terceira expansão consecutiva nessa base de comparação. No ano, até julho, o incremento atinge 5,1% e, no acumulado em doze meses, 4,2%. A dinâmica observada nos últimos meses sugere que está desaparecendo o descompasso que vinha ocorrendo entre produção e vendas industriais, o que reforça a avaliação de que a atual expansão deverá continuar nos próximos meses. Cabe destacar o robusto crescimento da produção da indústria de transformação, que se expandiu 5,1% até julho, em grande parte associada ao aumento de 17,0% na produção de bens de capital e de 5,9% na de produção de bens de consumo duráveis. Também é digno de nota o sólido crescimento, de 4,2%, na produção de bens intermediários, após longo período de pouco dinamismo, indicando que o crescimento está se disseminando pelos vários setores da economia e evidenciando a robustez do processo de expansão.

A aceleração do ritmo de atividade nos últimos trimestres produziu reflexos positivos no mercado de trabalho. No que se refere à taxa de desemprego, por exemplo, após um período de estabilidade, parece começar a recuar. De fato, após ter permanecido constante em 10,1% no trimestre março-maio, a taxa de desemprego se reduziu para 9,7% em junho e para 9,5% em julho e agosto. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, em agosto registrou-se o sétimo recuo consecutivo na taxa de desemprego. Por conseguinte, o desemprego médio até agosto situou-se 0,5 p.p. abaixo do verificado no mesmo período do ano passado. Por sua vez, o rendimento médio real recuou em agosto pelo terceiro mês consecutivo, mas, ainda assim, neste ano houve aumento de 3,8%. Em consequência, a massa salarial real apresentou aumento de 6,8% nos primeiros oito meses do ano, em comparação com o mesmo período de 2006, reforçando as evidências de que se constitui importante fator de sustentação ao crescimento da demanda agregada. O nível de emprego na indústria de transformação apresentou crescimento de 3,5% nos primeiros sete meses do ano, segundo dados da CNI, o mesmo patamar verificado em doze meses. Em relação ao emprego formal celetista, os dados divulgados pelo MTE mostram que a forte expansão de 2006 se intensificou em 2007. Nos primeiros oito meses do ano, foi criado 1,36 milhão de empregos. Por conseguinte, o nível de emprego formal apresenta expansão de 4,9% no ano, liderado pela construção civil (7,0%) e pelo comércio (6,0%).

O volume de vendas do comércio varejista registrou elevação de 0,6% em maio, de 0,2% em junho e de 0,5% em julho e completou sete meses consecutivos em expansão, na série dessazonalizada pelo IBGE. Dessa forma, nos primeiros sete meses as vendas no varejo se expandiram 9,7% ante o mesmo período de 2006 e, em doze meses até julho, 8,7%. Destacam-se as vendas de móveis e eletrodomésticos, que cresceram 16,7% no ano até julho ante o mesmo período de 2006, influenciadas pela continuidade do crescimento da massa salarial e pelas melhores condições de crédito. Foi bastante positivo o desempenho das vendas de tecidos, vestuário e calçados, com expansão 10,1% no mesmo período. Note-se, ainda, que as vendas de veículos, motos, partes e peças, que não são incluídas no índice geral, aumentaram expressivos 22,9% nos primeiros sete meses de 2007 e essencialmente refletiram os recordes nas vendas de veículos. Para os próximos trimestres, as perspectivas são de continuidade do processo de expansão das vendas no varejo, que deverão continuar sendo impulsionadas pelo crescimento dos níveis de emprego e renda, pelo aumento do volume de crédito e pelos efeitos defasados da política monetária, aliados à recuperação da confiança do consumidor.

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.

O Comitê avalia que, desde o último Relatório, o balanço de riscos para a trajetória esperada da inflação tornou-se menos favorável, tanto no que se refere aos fatores externos como aos internos. No âmbito doméstico, o ritmo de expansão da demanda, que deve continuar sendo sustentado, entre outros fatores, pelo impulso derivado do relaxamento da política monetária implementado neste ano, ganha cada vez mais relevância como fonte de riscos para a dinâmica inflacionária. Por outro lado, os últimos desdobramentos sugerem que a contribuição do setor externo para consolidar um cenário inflacionário benigno pode estar se tornando menos efetiva.

O cenário externo alterou-se de forma importante desde junho, quando os mercados financeiros internacionais entraram em um período de significativa turbulência. As dificuldades do setor imobiliário nos EUA se transmitiram para o sistema financeiro e motivaram problemas, que persistem, nos mercados interbancários em economias maduras, a despeito da atuação tempestiva da maioria dos principais bancos centrais. Esses desenvolvimentos tiveram impacto importante sobre as perspectivas da política monetária nos EUA, na Europa e no Japão. Ações contracionistas parecem estar fora do escopo de decisão no curto prazo, pelo menos até que se tornem mais claros os desdobramentos do estresse nos mercados financeiros. Além disso, os potenciais efeitos sobre a atividade econômica advindos da turbulência podem reduzir a necessidade de elevações na taxa de juros nessas economias. Nos EUA, por exemplo, não se descarta que a redução da taxa de juros em setembro possa ser seguida por cortes adicionais.

Mesmo considerando que parte do ajuste da atividade nos EUA em resposta à crise no mercado hipotecário possa já ter ocorrido, aumentou a possibilidade de que os efeitos colaterais das dificuldades do setor imobiliário sobre o setor financeiro e a confiança do consumidor ensejem desaceleração econômica mais forte. Na Europa e nas

grandes economias asiáticas, a atividade econômica se apresenta mais robusta, ainda que com certo arrefecimento no Japão. De qualquer maneira, esse cenário de atividade global vigorosa pode sofrer reflexos negativos da crise norte-americana. Essa avaliação ganha suporte ao se verificar que, na China, o crescimento da inflação deve dominar as decisões de política monetária. Apesar dessas fontes de preocupação, em geral as perspectivas para o crescimento da economia mundial permanecem favoráveis, embora menos otimistas do que por ocasião da publicação do último Relatório e, decerto, envoltas em maior grau de incerteza.

Por outro lado, a melhora dos fundamentos da economia brasileira, especialmente dos indicadores de solvência externa, respalda a perspectiva de que os impactos sobre a economia doméstica sejam de natureza limitada. A economia brasileira continua dando sinais de mais resistência à turbulência nos mercados internacionais, a qual até o momento não parece ter impactado de forma significativa a inflação e a atividade econômica doméstica. Especificamente, os preços e a avaliação de risco dos ativos brasileiros não foram tão penalizados como em momentos anteriores de estresse financeiro internacional. De fato, em meio a esse período de turbulência, as agências de classificação de risco mantêm o país próximo ao grau de investimento (*investment grade*). Além disso, o Brasil permanece eleito como destino não só de investimentos em carteira, mas também de crescentes volumes de investimentos estrangeiros diretos. Nesse contexto, o Copom reafirma que, com as informações disponíveis no momento, o balanço de pagamentos não apresenta risco iminente para o cenário inflacionário.

Uma fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional nos últimos anos refere-se aos preços do petróleo, que seguem mostrando alta volatilidade e se elevaram nos dois últimos trimestres, atingindo nível recorde nas últimas semanas. Os patamares recentes das cotações internacionais dessa *commodity* parecem refletir deslocamentos estruturais na demanda global por energia, bem como recorrentes episódios de incerteza geopolítica. A despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo, ainda permanece plausível o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2007.

No cenário interno, o principal motivo de preocupação reside na possibilidade de que descompasso entre a oferta e a demanda agregada resultem em pressões

inflacionárias. O Comitê avalia que o ritmo de expansão da demanda doméstica, que ainda não reflete a totalidade do estímulo monetário injetado na economia, coloca riscos não desprezíveis para a dinâmica inflacionária. Essa avaliação ganha contornos ainda mais bem definidos quando se analisam dados referentes à atividade econômica, como o elevado nível de utilização da capacidade e as vendas no varejo. Cabe, além disso, reconhecer que os impulsos fiscais deste ano, e esperados para 2008, constituem fator adicional de estímulo à demanda doméstica, bem como o fato de a demanda por exportações brasileiras ter se mostrado maior do que se antecipava. Nesse contexto, em linha com a avaliação feita pelo Copom em documentos 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 se considerarmos que são cumulativos os efeitos do processo de flexibilização em curso há dois anos.

O PIB continua se expandindo em ritmo sustentado, apesar da ligeira desaceleração registrada nos dois primeiros trimestres de 2007, na comparação trimestre a trimestre. De fato, no acumulado em quatro trimestres, o crescimento de 4,8% registrado no segundo trimestre representou a taxa mais alta desde o segundo trimestre de 2005. Especialmente do ponto de vista de adequação das condições de oferta, é importante observar o ritmo acelerado da formação bruta de capital fixo, a qual cresceu 9,8% nesse mesmo critério de comparação. Esse desempenho sinaliza expansão progressiva da capacidade produtiva da economia nos próximos trimestres. Tal avaliação ganha suporte ao se analisar a dinâmica recente da produção e da absorção de bens de capital. De fato, estimativas de absorção de bens de capital indicam crescimento de 16,2% nos primeiros sete meses do ano, em comparação com o mesmo período do ano anterior. É forçoso reconhecer, entretanto, que, se taxas de crescimento da formação de capital superiores às do PIB como um todo contribuem para mitigar os riscos de intensificação de descompassos entre a oferta e a demanda agregada, não são suficientes para eliminá-los.

Apesar dessa dinâmica favorável da formação de capital, o Nuci na indústria de transformação cresce desde o segundo semestre de 2006 e atingiu patamar recorde. O investimento contribui para retardar a elevação das taxas de utilização da capacidade, mas tem sido insuficiente para evitar que estas se mantenham em níveis historicamente elevados, os quais, no passado, coincidiram com períodos de aceleração inflacionária.

Tendo em vista o comportamento recente das taxas de utilização da capacidade, a continuidade da expansão e a maturação tempestiva de projetos de investimento serão fundamentais para evitar que o descompasso entre a evolução da demanda e a da oferta doméstica verificado no passado recente tenha duração superior à que seria consistente com a manutenção de um ambiente de estabilidade de preços. É importante assinalar, também, que as tendências prospectivas da inflação não dependem apenas da margem de ociosidade no setor industrial, haja vista o importante peso do setor de serviços, não apenas no PIB, mas também na composição do IPCA. Dentro desse contexto, nota-se que o mercado de trabalho tem acompanhado o crescimento da produção nos seus diversos indicadores, como taxa de desemprego, número de ocupados, rendimento nominal e real, massa salarial e reajustes salariais.

O setor externo da economia brasileira desempenha papel importante para a consecução de baixos níveis de inflação e contribui favoravelmente para um cenário benigno para a inflação no horizonte de projeção, especialmente pela disciplina exercida sobre os preços de bens transacionáveis e pela ampliação dos investimentos, em ambiente de demanda aquecida. Entretanto, a elevação gradual, mas consistente, da inflação e das expectativas de inflação sugere que a atuação dos fatores domésticos, especialmente o crescimento da demanda, pode estar se sobrepondo à contribuição do setor externo, que estaria se tornando menos efetiva.

De fato, apesar de permanecerem abaixo da meta de 4,5% para 2007 e 2008, as expectativas de inflação para 2007 e 2008 vêm se elevando nos últimos meses. Desde a divulgação do último Relatório, refletindo principalmente valores de inflação acima do esperado nos meses recentes, as expectativas têm evoluído desfavoravelmente. Para 2007, a mediana das expectativas se deslocou de 3,6% para 4,0%. A maior inflação em curto prazo ainda vinha tendo impacto limitado sobre as expectativas em horizontes mais longos. Em particular, para 2008, a mediana das expectativas, que permaneceu por vários meses estabilizada em 4,0%, só recentemente ultrapassou esse patamar. O Comitê avalia que a elevação das expectativas de inflação para 2007, para os próximos doze meses, e mais recentemente para 2008, é processo que deve ser monitorado com bastante atenção.

No balanço de riscos, é importante também levar em consideração movimentos de preços verificados no atacado e sua possível repercussão no índice de preços

ao consumidor. Em contraste com o trimestre anterior, o terceiro trimestre deste ano apresentou acentuada pressão dos preços agrícolas no mercado atacadista. No acumulado em doze meses, os preços agrícolas no atacado aumentaram 14,9% até agosto. Os preços industriais no atacado, por outro lado, até recentemente apresentavam comportamento bastante benigno, mas há evidências de que esse quadro poderia ser alterado. De qualquer forma, o impacto de variações dos preços por atacado sobre os preços ao consumidor dependerá essencialmente das condições prospectivas de oferta e demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação. Em relação a trimestres anteriores, o Copom avalia que se elevou a probabilidade de que a emergência de pressões inflacionárias inicialmente localizadas venha a apresentar riscos para a trajetória de inflação, uma vez que o aquecimento da demanda pode ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor.

No que se refere aos preços livres, ainda persistem pressões importantes sobre os preços dos bens não-comercializáveis, em especial nos preços dos serviços. Mais recentemente, desenvolvimentos similares vêm se verificando em relação aos preços dos bens comercializáveis. Em contrapartida, configura-se quadro mais favorável quanto à evolução dos preços administrados. Sem desconsiderar desenvolvimentos nesses grandes componentes da inflação, o Copom continuará conduzindo suas ações de forma que se assegure que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes. Para tanto, acompanhará atentamente, nos próximos meses, a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, discriminando entre reajustes pontuais e reajustes persistentes ou generalizados de preços e adequando prontamente a postura de política monetária às circunstâncias.

A elevação de preços de alimentos, em contraste com o comportamento benigno observado em 2006, tem sido uma das características do processo de aceleração inflacionária observado neste ano. Há certa controvérsia quanto às origens desse movimento, mas a avaliação dominante é de que fatores de demanda, domésticos e internacionais, têm tido papel importante. É plausível supor que as pressões de preços vistas em 2007 se revertam, em certa medida, em 2008. Entretanto, essa hipótese deve ser analisada à luz das perspectivas de expansão da demanda global por alimentos e da escassez relativa, especialmente nas economias maduras, de recursos para sua produção. Ademais, cabe notar que a experiência de diversos bancos

centrais sugere que elevações de preços de itens de elevada visibilidade, como energia e alimentos, tendem a ter efeitos desproporcionalmente importantes sobre a formação de expectativas inflacionárias.¹

Episódios de aceleração inflacionária raramente são distribuídos entre os diferentes componentes dos índices de preço. Como ilustrado em boxe deste Relatório, a própria periodicidade dos reajustes de preços apresenta grande heterogeneidade entre os diversos setores. O comportamento de núcleos e índices de difusão do IPCA, dos preços de serviços e dos preços industriais no atacado nos últimos meses sugere que um processo inflacionário, inicialmente localizado, poderia se tornar mais disseminado. Cabe à política monetária, portanto, manter atitude vigilante de forma que se evite que aumentos episódicos e localizados de preços se disseminem por todo o sistema econômico.

A recente aceleração inflacionária tem tido impacto sobre os salários reais, cujo crescimento, na comparação interanual, moderou-se sensivelmente nos últimos meses. A expansão do emprego, contudo, sustentada pelos efeitos defasados da flexibilização monetária, entre outros fatores, sustenta o crescimento da massa salarial real em ritmo saudável e, ainda que com certa moderação, tende a continuar.

O crédito tem sido fator importante de sustentação da expansão da demanda agregada. Após crescer com taxas bastante elevadas por vários trimestres, é natural que eventualmente ocorra alguma acomodação no ritmo de expansão do crédito. Entretanto, até o momento nem o comportamento da inadimplência, nem a elevação recente das taxas de juros de mercado têm logrado deter esse crescimento, como atesta a evolução das diversas modalidades de financiamento ao consumo. A própria elevação das taxas de juros de mercado, se refletir predominantemente a deterioração das expectativas de inflação dos investidores, terá poucos efeitos sobre o ritmo de expansão da demanda agregada.

O aumento da turbulência nos mercados financeiros e os sinais de enfraquecimento da economia norte-americana, que suscitaram resposta de política monetária por parte do *Fed*, apresentam um teste para a noção da rotação do crescimento, segundo a qual a Europa e a Ásia sustentariam a continuidade desse período de vigoroso crescimento da economia mundial, mesmo que os EUA sofram desaceleração

1/ Ver, por exemplo, “*Public Attitudes to Inflation and Interest Rates*”, Boletim Trimestral do Banco da Inglaterra, segundo trimestre de 2007.

mais forte. Não se pode, de fato, descartar que debilitação mais intensa da economia mundial venha a ocorrer. Mas não se deve, por outro lado, trabalhar automaticamente com a tese de que não apenas essa desaceleração profunda irá ocorrer, mas também que irá prontamente constituir importante fator de mitigação dos riscos inflacionários presentes na economia brasileira. Cabe lembrar, uma vez mais, que o processo de expansão de nossa economia, que, de resto, continua sendo relativamente pouco exposta ao comércio exterior e, portanto, com ciclo econômico pouco sincronizado ao das economias maduras, é liderado por vigorosa expansão da demanda doméstica.

O Copom avalia que a postura de política monetária adotada nos últimos anos contribui de maneira importante para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável, extensivo aos horizontes de longo prazo, por intermédio da construção de um cenário benigno para a evolução da inflação. Diante dessa nova realidade, o principal desafio da política monetária consiste em garantir que os desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro se consolidem efetivamente. Taxas de inflação consistentes com a trajetória das metas e a resultante concretização de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão, decisivamente, para consolidação do processo de redução progressiva da percepção de risco macroeconômico que ocorre 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. Esses desenvolvimentos positivos favorecerão o investimento, principalmente os projetos de longa maturação, e poderão contribuir para a sustentabilidade do processo de crescimento que a economia brasileira ora experimenta.

O Comitê também avalia ser relevante ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o nível de atividade e sobre a inflação. Dessa forma, considerando que, desde o início do atual ciclo de flexibilização da política monetária, em setembro de 2005, a taxa de juros básica já foi reduzida em 850 p.b. (475 p.b. em 2006), a tendência é de que, ao longo do tempo, sobreponham-se os efeitos defasados da redução da taxa de juros ocorrida no ano passado com os efeitos iniciais das reduções ocorridas em 2007 (200 p.b.). Assim, embora a economia já mostre sinais de expansão robusta desde o terceiro trimestre do ano passado, parcela significativa dos efeitos desses cortes nos 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 integralmente.

A avaliação de decisões alternativas de política monetária deve concentrar-se na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes para essa variável. A propósito, ao longo dos próximos trimestres, a expansão do nível de emprego e de renda e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a demanda agregada. A esses fatores, devem ser acrescidos os efeitos da expansão dos gastos correntes e das transferências governamentais, bem como de outros impulsos fiscais. A esse cenário, somam-se os efeitos sobre a demanda agregada dos cortes de juros considerados no parágrafo acima, os sinais de demanda aquecida e o fato de que as decisões de política monetária recentes terão impactos, predominantemente, sobre o comportamento da economia em 2008.

À luz dessas considerações, o Copom decidiu por reduções de 0,50 p.p. e de 0,25 p.p. na meta para a taxa Selic, nas reuniões de julho e setembro, respectivamente. Visando consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, o Copom tem optado por uma estratégia que procura evitar trajetória inflacionária volátil. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e tem se mostrado a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação da política monetária. Daí a importância atribuída às projeções de inflação e, de forma fundamental, à ação preventiva no processo decisório do Comitê. A prudência passa a ter papel ainda mais importante, nesse processo, em momentos, como o atual, nos quais a deterioração do balanço dos riscos inflacionários reduz a margem de segurança da política monetária.

A projeção para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados em 2007 foi redimensionada para 3,2%, ante 3,6%, considerados no “Relatório de Inflação” de junho de 2007. Essa projeção baseia-se na hipótese de variação nula nos preços da gasolina e do gás de botijão, para o acumulado de 2007. Supõe-se também variação de -4,4% nos preços médios da eletricidade e de 2,8% nas tarifas de telefonia fixa. A projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2008 foi mantida em 4,5%. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente, ao passo que, para os demais, as projeções continuam baseadas no modelo de determinação endógena de preços administrados, que considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP), que foi de 5,19% nos doze meses até agosto.

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\$1,95/US\$, valor próximo ao verificado no período que antecedeu a reunião do Copom de setembro, e a meta para a taxa Selic em 11,25%, 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 3 p.b. e 48 p.b., em relação à taxa Selic, para o último trimestre de 2007 e 2008, respectivamente.

As expectativas para a evolução da taxa de câmbio, coletadas pela Gerin com analistas do setor privado, apresentaram redução na comparação com os valores divulgados no “Relatório de Inflação” de junho. Para o último trimestre de 2007, as expectativas passaram de R\$1,95/US\$ para R\$1,90/US\$ e, para o último trimestre de 2008, de R\$2,04/US\$ para R\$1,95/US\$. As expectativas acerca da evolução da taxa Selic média elevaram-se ligeiramente em relação aos valores constantes do Relatório de junho. Para o último trimestre de 2007, deslocaram-se de uma média de 10,98% para 11,05%, e, para o último trimestre de 2008, passaram de uma média de 10% para 10,17%. Essa trajetória é consistente com *spreads* nulos para o *swap* pré-DI de seis meses no último trimestre de 2007 e de -20 p.b. no último trimestre de 2008. No cenário de mercado, pressupõe-se variação de 3,2% e de 4,6% para o conjunto dos preços administrados em 2007 e em 2008, respectivamente.

As projeções apresentadas neste Relatório pressupõem, em relação à política fiscal, o cumprimento da meta de superávit primário de 3,8% do PIB em 2007 e em 2008, ajustada pela possibilidade de que esse percentual seja reduzido em até 0,45 p.p., em virtude da implementação do Programa Piloto de Investimentos (PPI).

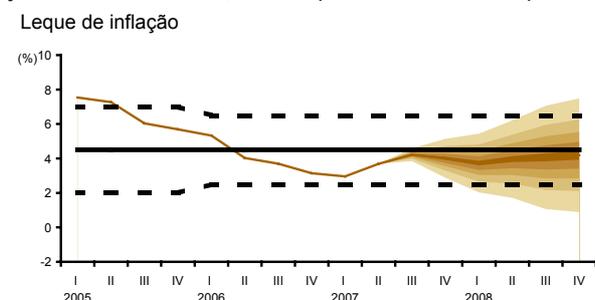
6.3 Previsão de inflação

Com base nos pressupostos acima e nos riscos a eles associados, conforme considerados pelo Copom, 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 11,25%, de acordo com decisão tomada na reunião do Copom de setembro, e a taxa de câmbio constante ao longo do horizonte de previsão em patamar próximo ao vigente nos dias que antecederam aquela reunião

(R\$1,95 por dólar norte-americano). No cenário de mercado, baseado nos dados de pesquisa realizada pela Gerin com um conjunto significativo de instituições, a trajetória de juros esperada pelos agentes contempla uma taxa Selic média de 11,47% a.a. no terceiro trimestre de 2007, que se reduz até atingir 11,05% a.a. no último trimestre de 2007 e 10,17% a.a. no último trimestre de 2008. A trajetória para a taxa de câmbio parte de uma média de R\$1,93 no terceiro trimestre de 2007 e atinge R\$1,90 e R\$1,95 nos últimos trimestres de 2007 e 2008, respectivamente.

A previsão central associada ao cenário de referência indica, até o final de 2007, ligeiro recuo da variação do IPCA acumulada em doze meses, que parte de 4,2% no terceiro trimestre e atinge 4,0% no último, abaixo do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo CMN. É importante destacar, contudo, que, conforme ressaltado no último “Relatório de Inflação” e ilustrado no Gráfico 6.2 e na Tabela 6.1, permanece a tendência de convergência da variação do IPCA acumulada em doze meses para o valor central da meta de inflação ao longo do horizonte de projeção, o que reflete, fundamentalmente, os efeitos associados às reduções na taxa Selic. No que diz respeito ao terceiro trimestre de 2007, a elevação das projeções (0,5 p.p.) ante as constantes do último Relatório, reflete, em grande parte, o fato de a inflação para os preços livres – que, entre outros fatores, responde a decisões passadas de política monetária – observada no bimestre julho–agosto haver superado a projeção considerada no Relatório de junho, pois, no caso dos preços administrados, registrou-se o contrário. Por outro lado, os dados da Tabela 6.1 também indicam redução (0,2 p.p.) da projeção de inflação para o acumulado em doze meses, no quarto trimestre de 2007, resultado da menor projeção para a variação dos preços livres no último trimestre de 2007 em comparação com o valor ocorrido em igual período de 2006, visto que, para a variação dos preços administrados, ocorre o inverso. Cabe destacar, ainda, que a projeção para a inflação acumulada em doze meses atinge 4,2% no último trimestre de 2008, permanecendo, portanto, pouco abaixo do valor central de 4,5% para a meta.

Gráfico 6.2 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 11,25% a.a. (Cenário de referência)



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

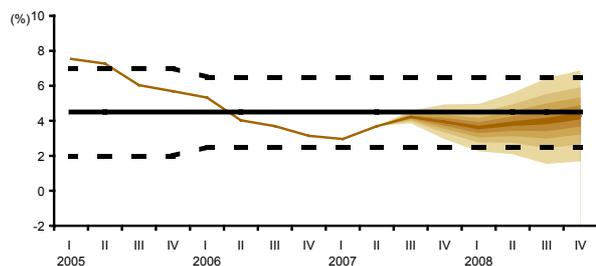
Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 11,25% a.a. (Cenário de referência)

Período	Intervalo de confiança						Projeção central
	50%		30%		10%		
2007 3	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	4,4	4,2
2007 4	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5	4,0
2008 1	3,0	3,3	3,6	3,9	4,1	4,4	3,7
2008 2	3,0	3,4	3,8	4,1	4,5	4,9	4,0
2008 3	2,8	3,4	3,8	4,3	4,8	5,3	4,1
2008 4	2,8	3,4	3,9	4,4	5,0	5,5	4,2

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

De acordo com o intervalo de confiança apresentado na Tabela 6.1, segundo o cenário de referência, praticamente se anulou a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância para a meta de inflação de 2007. Ainda de acordo com esse cenário, a trajetória esperada para a inflação medida pelo IPCA em 2008 encontra-se acima da apresentada no último Relatório. Esse deslocamento

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%		
2007 3	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	4,4	4,2
2007 4	3,5	3,7	3,9	4,0	4,2	4,3	3,9
2008 1	3,1	3,3	3,5	3,7	3,9	4,2	3,6
2008 2	3,1	3,4	3,7	4,0	4,2	4,6	3,8
2008 3	3,0	3,4	3,8	4,2	4,6	5,0	4,0
2008 4	3,2	3,7	4,1	4,5	4,9	5,3	4,3

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

1/ De acordo com a Gerin.

se deveu ao incremento nas projeções de variação dos preços livres para o período, que, por sua vez, reflete fundamentalmente os efeitos da redução (75 p.b.) da taxa Selic utilizada nos exercícios de projeção, bem como os efeitos inerciais da elevação da inflação projetada para 2007. O valor de 4,2% projetado para a inflação acumulada em 2008, segundo o cenário de referência, situa-se em patamar inferior, mas próximo, ao valor central (4,5%) 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, indicam recuo da inflação no último trimestre de 2007, que encerraria o ano em 3,9%, valor próximo à projeção associada ao cenário de referência e abaixo do valor central de 4,5% para a meta de 2007. A redução se explica pela menor projeção para a variação dos preços livres no último trimestre de 2007, em comparação com o valor ocorrido em igual período de 2006, uma vez que, com os preços administrados, verifica-se o contrário. Na comparação com o cenário de referência, o valor ligeiramente abaixo para a projeção de inflação no último trimestre de 2007 resulta, essencialmente, das expectativas dos analistas de que haja apreciação cambial até o final de 2007.

De forma similar ao que se observa no cenário de referência, segundo o cenário de mercado, em 2007 praticamente se anulou a probabilidade de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância. Ainda de acordo com o cenário de mercado, a projeção de inflação para 2008 (4,3%), inferior ao valor estimado em junho (4,6%), encontra-se abaixo do valor central de 4,5% para a meta e bem próximo ao projetado conforme o cenário de referência (4,2%). A rigor, até o terceiro trimestre de 2008 as projeções, segundo o cenário de mercado, estão ligeiramente abaixo e superam as do cenário de referência apenas no último trimestre do próximo ano.

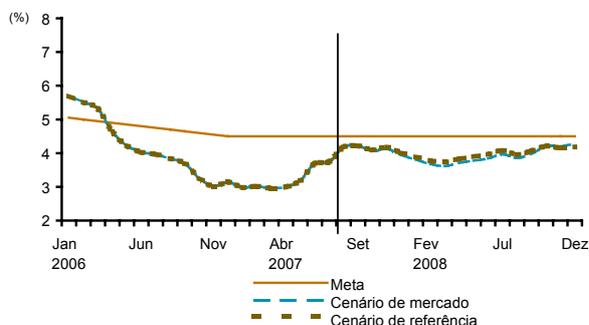
Tabela 6.3 – Projeções do "Relatório de Inflação" de junho de 2007

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2007 I	3,0	3,0
2007 II	3,5	3,5
2007 III	3,7	3,7
2007 IV	3,5	3,5
2008 I	3,2	3,3
2008 II	3,6	3,8
2008 III	4,0	4,4
2008 IV	4,1	4,6

A Tabela 6.3 apresenta os valores centrais das projeções de inflação constantes no "Relatório de Inflação" de junho de 2007. As projeções atuais para 2007, segundo os cenários de referência e de mercado, estão 0,5 p.p. e 0,4 p.p., respectivamente, acima das obtidas em junho, conseqüência, em grande parte, do fato de as taxas de inflação registradas desde então terem ficado acima das expectativas prevalecentes por ocasião da publicação do último Relatório. Para 2008, em comparação com as projeções do Relatório anterior, nota-se elevação na projeção do cenário de referência (0,1 p.p.) e redução da projeção para o cenário de mercado (0,3 p.p.). A elevação da projeção do cenário de referência deve-se,

basicamente, à redução das taxas de juros consideradas nas projeções. Por sua vez, o recuo da projeção no cenário de mercado resulta essencialmente da redução das expectativas dos analistas para a depreciação cambial, mesmo em meio à maior incerteza quanto ao cenário internacional, uma vez que a mediana das expectativas de inflação para 2008 se mantinha, até a reunião de setembro do Comitê, em 4%.

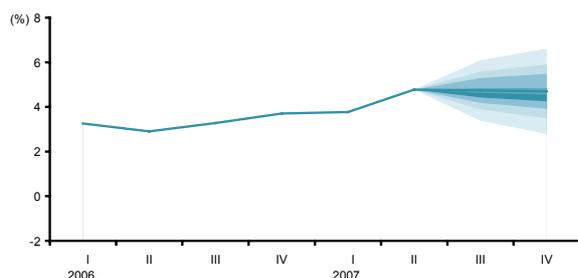
Gráfico 6.4 – Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses



De acordo com o Gráfico 6.4, há inicialmente tendência de recuo nas projeções para a inflação acumulada em doze meses e posterior elevação. Observa-se que as projeções, para ambos os cenários, situam-se abaixo do valor central da trajetória de metas no horizonte de previsão, embora converjam para esse valor. Os valores mínimos das projeções para a inflação acumulada em doze meses são atingidos no primeiro trimestre de 2008, mas, a partir de então, em geral, ocorre gradual elevação até o final do horizonte de previsão.

Gráfico 6.5 – Variação do PIB com juros fixos em 11,25% a.a. Cenário de referência

Leque do produto



Finalmente, o Gráfico 6.5 mostra o leque de crescimento do produto, baseado nas hipóteses do cenário de referência. Considerando 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 2007 é de 4,7%, mesmo valor projetado no “Relatório de Inflação” de junho.

Política Monetária e Defasagens do Mecanismo de Transmissão

A política monetária opera com defasagens, isto é, o efeito máximo sobre a economia de mudanças na taxa de juros básica não ocorre imediatamente. Esse é um aspecto sobre o qual há consenso entre os macroeconomistas, e que tem importantes implicações para a condução da política monetária.

A política monetária afeta a trajetória dos preços por intermédio de diferentes canais. Os principais canais são o produto/atividade, a taxa de câmbio, o crédito, o mercado de ativos em geral e as expectativas. Cada canal tem seu tempo de processamento. A intensidade do efeito da política monetária também pode variar de acordo com determinados condicionantes institucionais. Por exemplo, em economias em que o crédito é parcela insignificante do PIB, o canal de crédito é menos importante. De forma análoga, quando, por exemplo, em função da existência de mecanismos de direcionamento, a parcela do crédito total sensível a movimentos da taxa básica de juros for limitada, a efetividade deste canal de transmissão também será reduzida.

O canal do produto é o canal mais tradicional e o que opera com maior defasagem. Variações na taxa de juros alteram o ritmo de expansão econômica, por meio principalmente da demanda agregada, afetando com isso a disposição de os agentes aumentarem ou diminuírem preços. Esse canal também atua sobre o processo de negociação salarial, repercutindo assim, ainda que indiretamente, sobre os custos das empresas. Usando modelos estruturais, normalmente se observa que o hiato do produto (medido como a diferença entre os produtos efetivo e potencial) reage inicialmente com um trimestre de defasagem em relação a

variações da taxa de juros. A resposta da inflação ao hiato do produto, por sua vez, ocorre um ou dois trimestres depois. Portanto, usando modelos estruturais, observa-se que a *primeira* reação da inflação ao hiato do produto ocorre somente dois ou três trimestres depois da variação da taxa de juros. O efeito máximo sobre a inflação ainda ocorre nos trimestres seguintes. Isso significa que a inflação corrente reflete predominantemente decisões de política monetária tomadas há nove meses.

O canal da taxa de câmbio tende a operar com menos defasagem. Variações na taxa de juros doméstica afetam o rendimento de títulos domésticos em relação a títulos externos, gerando movimentos na taxa de câmbio para equalizar o rendimento relativo (ajustado pelo prêmio de risco). Numa outra perspectiva, variações no rendimento relativo de ativos geram variações nos fluxos líquidos de capitais, afetando assim a taxa de câmbio.¹ Os preços dos produtos importados, em moeda nacional, são afetados diretamente pela taxa de câmbio. De forma semelhante, bens que são *commodities* também têm seu preço afetado pela taxa de câmbio. O canal da taxa de câmbio tende a operar mais rapidamente que o canal do produto, pois ele afeta diretamente o custo das empresas (no caso de bens importados) e as cotações em moeda nacional, no caso das *commodities*. Assim, variações na taxa de câmbio tendem a afetar a inflação já no trimestre corrente ou no trimestre seguinte. Entretanto, essa defasagem dependerá muito da percepção dos agentes sobre quão persistente é a variação na taxa de câmbio. Por exemplo, se um aumento ou diminuição da taxa de câmbio for considerado como sendo temporário, haverá menor incentivo para os agentes repassarem para os preços. Isso pode gerar um comportamento de “aguardar para ver”, gerando assim uma maior defasagem no mecanismo. Existem evidências também de que a rapidez do repasse cambial depende da posição da economia no ciclo econômico. Isso significa que uma depreciação cambial ocorrida em momento de demanda aquecida tende a ter impacto mais rápido sobre os preços do que em períodos de atividade econômica moderada.

1/ Isso não quer dizer que a evolução da taxa de câmbio dependa exclusivamente de diferenciais de retorno. No caso brasileiro, por exemplo, há amplas evidências de que o comportamento do prêmio de risco e dos fluxos comerciais tem tido papel mais importante na determinação da taxa de câmbio.

O canal de crédito é definido na literatura como relacionado ao efeito de balanço patrimonial e do canal de empréstimos de bancos. Variações na taxa de juros afetariam decisões de agentes não somente por meio do custo do crédito e do custo de oportunidade, mas também por intermédio dos seus efeitos na situação patrimonial das empresas e sobre a disposição de os agentes financeiros concederem crédito. No caso do Brasil, o significativo aumento do volume de crédito em relação ao PIB tem aumentado a importância desse canal. Entretanto, ele ainda é pequeno se comparado a outros países. De forma semelhante, o efeito da taxa de juros sobre os ativos financeiros (por exemplo, ações) tem impacto menor na economia brasileira do que em outras economias em virtude do menor desenvolvimento do mercado de ações.

O canal das expectativas está relacionado a todos os outros canais. Ele refere-se ao fato de as expectativas dos agentes sobre a evolução futura da inflação (e, portanto, a evolução futura do produto, da taxa de câmbio e, em última análise, da própria política monetária e fiscal) afetarem o comportamento corrente de preços. Ao definirem preços, as empresas geralmente tomam em consideração o ambiente prospectivo. Por exemplo, se as firmas acreditam que a inflação futura será de 20%, seu reajuste de preços levará em consideração esse elemento. Algo semelhante ocorre nas negociações salariais. Como os contratos salariais em geral são válidos por no mínimo um ano, certamente a inflação prospectiva entra nos cálculos dos agentes. A importância do canal de expectativas depende de quão relevante é para os agentes a avaliação do cenário futuro nas suas decisões e da maior ou menor presença de mecanismos institucionais com cláusulas voltadas para o passado. Por sua vez, a defasagem com a qual esse mecanismo opera depende do grau de rigidez de preços. Em outras palavras, depende da frequência com que os preços são reajustados.

A mensuração precisa das defasagens é difícil, pois modelos são apenas aproximações da realidade e estimativas envolvem um razoável grau de imprecisão. Entretanto, a evidência empírica para um conjunto de países, em geral, aponta para uma defasagem de três a cinco trimestres entre o momento de uma mudança na taxa de juros e o efeito total sobre

a inflação ter alcançado 50%. O Banco da Inglaterra, por exemplo, estima que somente após cerca de um ano se pode observar o efeito máximo de um ajuste da taxa de juros básica sobre a atividade econômica – a defasagem do efeito sobre a inflação seria bem mais longa, cerca de dois anos. O Riksbank da Suécia assume que uma mudança na taxa básica de juros tem seu maior impacto sobre a inflação depois de um ou dois anos. O Banco Central Europeu, por sua vez, estimou que o impacto de mudanças na taxa de política sobre o PIB atinge o ponto máximo em dois ou três anos, e que o impacto sobre a inflação é ainda mais defasado. A noção de que a defasagem do mecanismo de transmissão é longa vale também para economias em desenvolvimento. O Banco Central da Colômbia, por exemplo, estima que a transmissão das decisões de política sobre a economia ocorre com defasagem entre 12 e 24 meses. Estimativas para o Chile apontam para um período de 24 meses.

A defasagem no mecanismo de transmissão tem implicações importantes para a condução da política monetária. Nessas condições, a política monetária tem de ser conduzida “olhando para frente” (*forward-looking*), isto é, o banco central deve atuar buscando fazer com que a previsão de inflação encontre-se ao redor da meta para a inflação vários trimestres adiante. Desenvolvimentos recentes da economia devem ser avaliados não somente do ponto de vista do seu impacto sobre a inflação corrente, mas especialmente considerando seus desdobramentos e efeitos futuros.

Se a autoridade monetária desconsiderar as defasagens existentes, teremos pelo menos duas consequências importantes. A primeira delas é a não antecipação de possíveis desdobramentos futuros da inflação, apesar de correntemente existirem indicadores ou elementos antecedentes apontando nesse sentido. Por exemplo, pressões sobre a utilização da capacidade instalada ou sinais de superaquecimento do mercado de trabalho tendem a ser seguidos por aumento da inflação no futuro. Se o banco central desprezar esses movimentos e reagir somente quando a inflação se efetivar no futuro, devido à defasagem dos mecanismos de transmissão, ele não conseguirá evitar tempestivamente esse aumento da inflação. No regime de metas para a inflação, o resultado pode ser o não cumprimento das metas.

A segunda conseqüência é a geração de desnecessária instabilidade na economia ao se reagir somente à inflação corrente. Em particular isso ocorre quando os movimentos correntes da inflação têm natureza temporária. Um exemplo pode ser uma diminuição no preço de alimentos devido a condições excepcionais da safra agrícola, reduzindo assim a inflação corrente. Se o banco central desconsiderar que se trata de fenômeno temporário - e que, portanto, no futuro a inflação não mais se beneficiará de tal fator - e praticar uma política monetária leniente, essa política poderá afetar mais intensamente a inflação quando aqueles efeitos positivos, mas temporários, sobre a inflação estiverem esgotados. O resultado será a geração de pressões inflacionárias no futuro. Nesse instante, o banco central reagirá novamente, gerando um novo ciclo. O resultado será movimentos oscilatórios da inflação e do produto que poderiam ter sido evitados caso a autoridade monetária atuasse olhando para frente. Gera-se assim instabilidade desnecessária na economia, num movimento de *stop-and-go* da política monetária.

Uma situação semelhante ocorre ao longo de um ciclo de afrouxamento ou endurecimento da política monetária. Diante de uma melhora nas perspectivas para a inflação, a autoridade monetária inicia um processo de redução da taxa de juros. Em determinado ponto do processo, em virtude das defasagens existentes, os efeitos sobre a inflação se efetivaram apenas parcialmente, dando margem para se inferir que é necessária a continuidade do ciclo, sem levar em consideração os efeitos que ainda estão por vir. Se essa percepção for usada para a condução da política monetária, a inflação futura pode ultrapassar o valor perseguido (*overshooting*), gerando a necessidade de um novo ciclo de endurecimento monetário e conseqüentemente maior instabilidade na economia.

Em resumo, a existência de defasagens temporais importantes no mecanismo de transmissão requer que a política monetária seja voltada para o futuro, e que os bancos centrais privilegiem estratégias preventivas e não meramente reativas.

Rigidez de Preços no Brasil

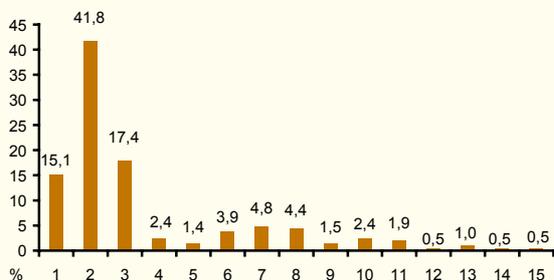
Em termos gerais, pode-se dizer que quanto mais demorada a reação dos formadores de preços à chegada de novas informações, ou seja, quanto mais rígidos os preços, maior a persistência inflacionária. Dessa forma, a rigidez de preços nominais está associada à sensibilidade da inflação aos fatores correntes, bem como a eventos esperados. Nesse contexto, o gerenciamento eficiente dos instrumentos de política monetária requer o conhecimento do grau de persistência da inflação. Especificamente no caso do regime de metas para a inflação, o conhecimento mais acurado sobre o grau de rigidez de preços levará o banco central a ter mais informações sobre a velocidade com que a inflação deverá convergir para a meta, após a economia sofrer um choque.

Pesquisas sobre rigidez de preços com base em dados desagregados (microdados) são relativamente recentes e, mesmo para economias desenvolvidas, a literatura é pouco extensa¹. No caso do Brasil, o trabalho pioneiro de Gouvêa (2007), que serve de base para este box, procura descrever o padrão temporal e setorial do processo de reajuste de preços no Brasil. A análise de Gouvêa (2007) leva em conta as cotações de preços utilizadas no cálculo do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), da Fundação Getúlio Vargas, FGV, no período 1996/2006, isto é, posterior ao período de hiperinflação.

A proporção dos preços, componentes do índice, reajustada mensalmente (a frequência média de reajuste mensal) é uma forma de se avaliar o grau

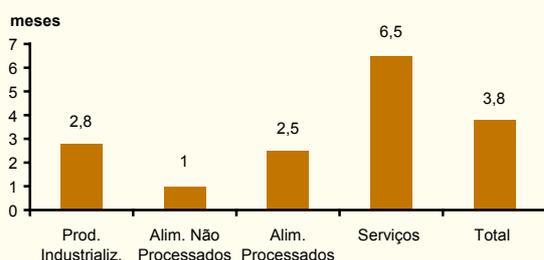
1/ Ver Bils and Klenow (2005) para o trabalho desenvolvido para os Estados Unidos. Para acesso à todos os trabalhos produzidos pela Rede para Estudos sobre Persistência da Inflação, IPN, visitar http://www.ecb.int/home/html/researcher_ipn_papers.en.html

Gráfico 1 – Distribuição de frequência da duração média do *spell*



de rigidez nominal de preços na economia, e permite derivar a duração média do *spell*, ou seja, do intervalo de tempo médio em que os preços permanecem constantes. A frequência média de reajuste mensal de preços chega a 37% na economia brasileira. A duração média do *spell*, calculada como inverso da frequência, é da ordem de 2,7 meses. Quando se recorre a uma metodologia alternativa, segundo a qual o tamanho do *spell* é calculado utilizando-se diretamente as informações sobre as cotações de preços ao longo do tempo, esse resultado se desloca para 3,8 meses. Conforme ilustra o Gráfico 1, a maioria dos reajustes de preços, aproximadamente 59,8%, ocorre entre 2 e 3 meses, sendo os reajustes bimestrais os mais frequentes, da ordem de 42%, com incidência de reajustes mensais situando-se em torno de 15%.

Gráfico 2 - Duração Média do *Spell*: Setores Econômicos



Conforme se pode inferir do Gráfico 2, são fortes as evidências de heterogeneidade no comportamento dos reajustadores de preços. De fato, no setor de serviços os preços permanecem fixos por 6 meses e meio, em média, enquanto em outros setores, os preços demoram, em média, de 1 a pouco menos de 3 meses para serem reajustados.² A maior rigidez de preços nominais do setor de serviços poderia ser explicada pela maior influência de salários na estrutura de custos das empresas que operam nesse setor, comparativamente aos demais. Essa maior rigidez de preços no setor de serviços sugere um processo inflacionário nesse segmento mais persistente do que nos demais, característica que não deve ser ignorada pelos formuladores de política monetária.

Outro fato estilizado é identificado quando são mensuradas as proporções de vezes em que os preços aumentam ou diminuem e as magnitudes médias dessas variações.³ De certa forma, é surpreendente que haja bastante simetria na proporção entre

2/ Em literatura teórica recente, trabalhos estudam diferentes impactos da incorporação da heterogeneidade de preços em modelos macroeconômicos estruturais. Carvalho (2005) demonstra que uma razão para o comportamento persistente da inflação está na heterogeneidade de rigidez de preços. Aoki (2001) conclui que um Banco Central deve perseguir a estabilização de um índice núcleo de inflação composto por setores cujos os preços são mais rígidos.

3/ O estudo de fatos estilizados quanto à proporção média do número de reajustes positivos e negativos juntamente com a magnitude média desses reajustes é indicativo da existência de rigidez para baixo nos preços nominais. A literatura teórica sugere que há implicações para a escolha do nível ótimo da meta inflacionária quando os reajustadores de preços demonstram maior reação aos choques positivos de demanda do que aos choques negativos. Exemplos desta literatura são: Akerlof, Dickens and Perry (1996), Gunte r Coenen (2003).

aumento e diminuição de preços, respectivamente, de 54,5 % e 45,5%. Quanto à magnitude média dessas variações, as positivas são, em média, 27% maiores do que as negativas, um resultado compatível com uma economia que apresenta, e de fato persegue, taxas agregadas de inflação positivas.

É importante destacar, ainda, que a evolução dos padrões de comportamento dos formadores de preços ao longo do tempo sofreu mudança no período em que as pressões inflacionárias se intensificaram. De acordo com o Gráfico 3, que apresenta a variação da duração média do *spell* ao longo de quatro períodos distintos da amostra, a aceleração da inflação entre o segundo semestre de 2002 e o primeiro de 2003 coincide com redução da duração média do *spell*, de quase 90 para 71 dias. A reversão desse processo, por sua vez, refletiu-se no comportamento dos reajustadores de preços, haja vista que, após agosto de 2003, o intervalo de duração média do *spell* retorna aos patamares anteriores.

Gráfico 3 - Duração do intervalo médio do *spell* em diferentes períodos



Em suma, este boxe analisou de forma bastante sucinta a questão da rigidez de preços no Brasil. Em particular, apresentou evidências de que a frequência média de reajuste mensal de preços gira em torno de 37 %, bem como de que a duração média do *spell* seria de 2,7 ou 3,8 meses, a depender da metodologia utilizada. Constatou que há elevado grau de heterogeneidade setorial, sendo o setor de serviços marcado pela maior rigidez de preços. Verificou que existe uma simetria na distribuição entre variações positivas e negativas de preços. Finalmente, o estudo sugere que mudanças na inflação e o tamanho médio do *spell*, são negativamente correlacionados.⁴

4/ Em trabalho recente, Golosof e Lucas (2006) concluem que a frequência de reajuste de preços aumenta com distúrbios substanciais no nível médio da inflação, mas que para ambientes cuja inflação média é baixa, esse comportamento provavelmente é explicado por choques idiossincráticos.

Referências

Aoki, K. (2002). “Optimal Monetary Policy Response to Relative Price Changes.” *Journal of Monetary Economics*, 48; pp. 55-80.

Akerlof, W. T. D., George A. and G. L. Perry (1996). “The Macroeconomics of Low Inflation.” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1; pp. 1-59.

Bils, M. and P. J. Klenow (2005). “Some Evidence on the Importance of Sticky Prices.” *Journal of Political Economy*, 112 n° 05.

Carvalho, C. V. (2006). “Heterogeneity in Price Stickiness and the Real Effects of Monetary Shocks.” *The B.E. Journal of Macroeconomics*.

Coenen, G. (2003). “Downward Nominal Wage Rigidity and the Long-run Phillips Curve: Simulation Based Evidence for the Euro Area.” *ECB Working Paper* 270.

Golosov, M. and R. E. Lucas (2006). “Menu Costs and Phillips Curves.” *MIT Working Paper*.

Gouvêa (2007). “Price Rigidity in Brazil: Evidence from CPI Micro Data.” *Série de Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil. Working Paper* 143.

Notas da 128ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 17 e 18/7/2007

Local: Sala de reuniões do 8º andar (17/7) e do 20º andar (18/7) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h30 (17/7) e 17h (18/7)

Horário de término: 19h10 (17/7) e 20h (18/7)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Alexandre Antonio Tombini
Antonio Gustavo Matos do Vale
Mário Gomes Torós
Mário Magalhães Carvalho Mesquita
Paulo Sérgio Cavalheiro
Paulo Vieira da Cunha

Chefes de Departamento (presentes no dia 17)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 18)
João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto
José Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 17)

Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor Especial do Presidente

Alexandre Pundek Rocha – Consultor da Diretoria
Katherine Hennings – Consultora da Diretoria
Sergio Almeida de Souza Lima – Secretário-Executivo

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 de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) manteve, em junho, o patamar observado no mês anterior (0,28%), uma vez que a aceleração dos preços livres foi compensada pela desaceleração dos preços administrados. Assim, a inflação mensal média recuou de 0,42% no primeiro trimestre para 0,27% no segundo. Por outro lado, no primeiro semestre de 2007, a inflação acumulada atingiu 2,08%, ante 1,54% no mesmo período do ano anterior, com a inflação de preços livres igual a 2,43%, e a de administrados, 1,29%, ante 0,92% e 2,76% no primeiro semestre de 2006, respectivamente. Com isso, a inflação acumulada em doze meses tem se acelerado consistentemente, de 2,96% em março para 3% em abril, 3,18% em maio e 3,69% em junho. Essa aceleração se deve à substituição das taxas de inflação reduzidas observadas no segundo trimestre de 2006 (média mensal de apenas 0,03%), refletindo o forte recuo dos preços de alimentos naquela conjuntura, pelas taxas mais elevadas observadas nos últimos três meses (média mensal de 0,27%). Interrompendo

uma relação observada por bastante tempo, desde maio os preços administrados passaram a apresentar variação para o acumulado em doze meses inferior à dos preços livres. De fato, em junho, a variação, nessa base de comparação, foi de, respectivamente, 2,78% e 4,10% para itens monitorados e preços livres. Em outro nível de desagregação, nota-se que a inflação dos preços livres tem sido, determinada, em sua maior parte, pelo comportamento dos preços dos itens não comercializáveis. No acumulado em doze meses até junho, os preços de itens não comercializáveis subiram 5,02%, enquanto os dos itens comercializáveis se elevaram 3,14%. Isso ocorreu a despeito da expressiva desaceleração dos preços dos serviços, com variação de 4,95% em doze meses até junho, ante os 6,27% observados no mesmo período do ano passado. Em que pese a aceleração da inflação no primeiro semestre, frente às taxas observadas em igual período de 2006, o Copom avalia que o processo inflacionário deve continuar evoluindo segundo a trajetória das metas.

2. O recuo da inflação plena ao longo do segundo trimestre não se refletiu nas medidas de núcleo da variação do IPCA, haja vista que, no período, somente uma das três medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central mostrou arrefecimento, frente às médias observadas no primeiro trimestre. O núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio registrou variação média de 0,28% no segundo trimestre, ante 0,39% no primeiro. Por sua vez, os núcleos por médias aparadas com e sem suavização de itens preestabelecidos mantiveram-se estáveis, com as variações médias, respectivamente, no patamar de 0,31% e de 0,27%. Por outro lado, no primeiro semestre, esses três núcleos registraram, respectivamente, variações de 2,03%, 1,86% e 1,63%, portanto inferiores aos 2,08% da inflação plena. Houve, também, reduções importantes quando a comparação leva em conta os valores registrados no primeiro semestre de 2006. A variação se deslocou de 2,15% para 2,03% no caso do núcleo por exclusão, de 2,75% para 1,86% no do núcleo com suavização, e de 1,84% para 1,63% no do núcleo sem suavização. Note-se, ainda, que todas as medidas de núcleo mostram expressiva queda nas variações em doze meses até junho, em comparação com junho de 2006: 3,43% contra

4,09% no caso do núcleo por exclusão, 3,72% contra 5,71% no caso do núcleo por médias aparadas com suavização e 2,55% contra 4,16% no caso do núcleo por médias aparadas sem suavização. Em todos os casos, as variações mostraram elevação frente às taxas acumuladas nos doze meses até maio, mas se encontram abaixo do valor central de 4,5% para a meta de 2007.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) se acelerou ao longo do segundo trimestre e alcançou 0,26% em junho, ante 0,16% em maio e 0,14% em abril. No primeiro semestre de 2007, a inflação situou-se em 1,44%, ante 1,28% no mesmo período do ano passado. Esse movimento se deveu ao comportamento do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), que variou 2,51%, ante 0,62% em 2006, enquanto a inflação medida pelo Índice Nacional de Construção Civil (INCC) permaneceu praticamente estável (3,51% contra 3,36%), e a medida pelo Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), recuou de 1,22% em 2006 para 0,70% em 2007. Em doze meses até junho, a variação do IGP-DI atingiu 3,96%, ante 0,98% em junho de 2006. Ao longo do segundo trimestre, o comportamento do IPA-DI mostrou estabilidade, refletindo elevação dos preços industriais e um comportamento heterogêneo dos preços agrícolas, que apresentaram fortes quedas de abril a maio, seguido por recuperação em junho. O comportamento dos preços no atacado continua refletindo, em suma, pressões contraditórias derivadas, de um lado, da elevação de preços internacionais de commodities e alimentos e, de outro, do fortalecimento do real. Conforme destacado nas Notas de reuniões anteriores do Copom, os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. A produção industrial geral, que engloba as indústrias extrativas e de transformação, acelerou-se nos últimos meses. A média móvel trimestral, segundo dados dessazonalizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), cresceu 0,8% em maio, frente ao mês anterior, ante

um crescimento, na mesma base de comparação, de 0,6% em abril. De fato, se considerarmos a revisão dos números referentes a abril, maio registrou a oitava expansão mensal consecutiva da produção industrial geral. O crescimento da produção industrial alcançou 4,9% em maio, na comparação com maio de 2006, 4,4% no acumulado de 2007, com tendência de aceleração na margem; e 3,3% em doze meses, também com tendência de aceleração na margem. Os dados do IBGE indicam que a atividade na indústria de transformação também registra importante intensificação. A média móvel trimestral do índice de produção na indústria de transformação cresceu 0,4% em fevereiro, 0,5% em março, 0,7% em abril e 0,8% em maio. Em doze meses até maio, a produção da indústria de transformação se expandiu 3,1%, enquanto a produção extrativa mineral avançou 5,4%. Dentre as categorias de uso, destaque-se o forte crescimento, nos primeiros cinco meses de 2007, da produção de bens de capital (16,3%). Adicionalmente a produção de bens intermediários aumentou 3,9% no período, após apresentar desempenho inferior à média da indústria no biênio 2005/06. Para junho, os indicadores antecedentes e coincidentes da produção industrial disponíveis sinalizam a continuidade do ciclo de crescimento. Além disso, os diversos fatores de estímulo à atividade econômica, inclusive a flexibilização monetária já realizada, sugerem que a tendência de expansão da indústria deve continuar nos próximos trimestres.

5. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) situou-se, em maio, pelo terceiro mês consecutivo, no patamar de 10,1%, portanto, 0,1 p.p. abaixo do valor anotado em maio de 2006. Nos primeiros cinco meses de 2007, a taxa média de desemprego reduziu-se 0,2 p.p. na comparação com igual período do ano anterior. Apesar do lento declínio da taxa de desemprego, o número de ocupados aumentou 2,7% nos doze meses findos em maio, reflexo do crescimento da População Economicamente Ativa (PEA), processo típico de momentos de expansão econômica. Na comparação mês a mês, o poder de compra da população ocupada subiu 0,3% em maio, mesmo percentual observado no mês anterior, e 3,9% em relação a maio de 2006. Nos primeiros cinco meses de 2007, o crescimento

atingiu 4,8%, o que contribuiu para a expansão de 7,8% na massa de rendimento real. Por sua vez, o nível de emprego na indústria de transformação, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central, cresceu 0,4% em maio, em relação a abril, e 3,5% na comparação com maio de 2006. Com isso, nos primeiros cinco meses do ano, o emprego na indústria manufatureira cresceu robustos 4,1%. No que diz respeito ao emprego formal celetista, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam a continuidade do forte processo de expansão, com a abertura de 182 mil postos de trabalho em junho, o maior saldo para o mês registrado na série histórica iniciada em 1985. Isso representou crescimento de 0,4%, em relação ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, e expansão acumulada no ano de 4,9% e nos últimos doze meses de 4,8%. Assim, foram criados 1.095,5 mil postos de trabalho formais no primeiro semestre de 2007, ante 924 mil postos em igual período de 2006 (um crescimento de 18,6%), e 1,4 milhão nos últimos doze meses. O Copom avalia que os desenvolvimentos favoráveis no mercado de trabalho continuarão sendo um importante canal de sustentação da demanda agregada ao longo dos próximos trimestres.

6. O volume de vendas do comércio varejista registrou elevação de 0,5% em maio frente a abril, na série dessazonalizada pelo IBGE, a quinta expansão consecutiva. Na comparação do trimestre findo em maio com o mesmo trimestre de 2006, o comércio geral apresentou crescimento real de 9,9%, contra 9,4% em abril, e o comércio ampliado, que também inclui a comercialização de veículos, motos, partes e peças e material de construção, mostrou expansão de 13,7% (13,4% em abril). Em maio, o crescimento alcançou 10,4% na comparação com igual mês do ano passado, e 9,5% nos primeiros cinco meses do ano. Em doze meses até maio, a expansão alcançou significativos 7,5% e vem se acelerando na margem. Na comparação com maio de 2006, as vendas no segmento de “móveis e eletrodomésticos” cresceram 10,3% e no segmento de “tecidos, vestuário e calçados”, 16%. O sólido desempenho do comércio varejista reflete tanto a expansão da renda e do emprego quanto à melhora das condições do crédito ao consumidor.

No comércio varejista ampliado, o crescimento real atingiu 13% na comparação com maio de 2006, e configurou-se, nessa base de comparação, no décimo primeiro mês consecutivo no qual o crescimento das vendas no comércio ampliado supera a expansão das vendas no comércio varejista. Espera-se, para o resto do ano, a continuidade do fortalecimento das atividades de comércio varejista, que deverá ser impulsionado pela expansão dos níveis de emprego e da renda (inclusive por meio de transferências governamentais), pelo crescimento do crédito e pelo processo de flexibilização da política monetária, aliados à própria recuperação da confiança do consumidor. Além disso, o desempenho das vendas no varejo sugere continuação e provável fortalecimento do crescimento da demanda agregada.

7. Segundo dados da CNI, sem ajuste sazonal, a Utilização da Capacidade Instalada (UCI) na indústria de transformação foi, em média, de 81,5% nos primeiros cinco meses de 2007, frente a 79,5%, 80,4% e 79,8% em igual período de 2006, 2005 e 2004, respectivamente. A taxa de utilização da capacidade, para a série da CNI dessazonalizada pelo Banco Central, situou-se em 82,7% em maio, 0,7 p.p. acima do valor registrado em abril, tendo estabelecido novo ponto de máximo. Não só a utilização média da capacidade tem se elevado significativamente, como há sinais de que esse processo estaria se tornando mais generalizado, com vários setores operando com taxas próximas a seus pontos de máximo. Dados compilados pela Fundação Getulio Vargas (FGV) também mostram tendência de elevação das taxas de utilização da capacidade, que atingiram 84,7% em junho ante 82,3% em junho de 2006. O aumento das medidas de UCI reflete, inequivocamente, a aceleração da atividade econômica, e ocorre apesar da forte expansão do volume de investimentos na economia. De fato, no ano, até maio, a absorção de bens de capital apresentou crescimento de 16,1%, em linha tanto com o aumento expressivo das importações (30,7% em volume) quanto com a produção de bens de capital (16,3%). Note-se ainda que, no mesmo período, a produção de insumos para a construção civil aumentou 3,7%. Os dados mais recentes indicam que, apesar de bastante robusto, o investimento tem sido insuficiente para evitar uma elevação significativa das taxas de utilização da capacidade

na indústria. Tal situação pode refletir defasagens na maturação de projetos de expansão da capacidade ou um aquecimento mais significativo do que se esperava da atividade produtiva. Nesse contexto, a ampliação do investimento será fundamental para evitar descompassos agudos no que se refere à evolução da oferta e da demanda agregada. Como ressaltado em Notas anteriores das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à expansão da oferta de bens e de serviços para o adequado atendimento à demanda.

8. A balança comercial continua apresentando desempenho robusto, a despeito da continuação do fortalecimento da moeda nacional, e corrobora avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom sobre mudanças estruturais importantes no comércio exterior brasileiro. Depois de atingir, em 2006, o saldo recorde de US\$46,5 bilhões, com crescimento de 3,4% sobre o saldo de 2005, a balança comercial permanece com desempenho fortemente positivo. O saldo acumulado até junho totalizou US\$20,6 bilhões, valor 6,2% superior ao verificado no mesmo período do ano anterior. Esse resultado se deve aos US\$73,2 bilhões em exportações e aos US\$52,6 bilhões em importações, com crescimento, respectivamente, de 20,2% e 26,7%. Na margem, as importações crescem em ritmo mais acelerado do que as exportações, em função tanto do maior nível de atividade como do fortalecimento do real, o que sinaliza um processo saudável de ajustamento da balança comercial. Mesmo nesse contexto, o Copom avalia que a demanda por exportações brasileiras tem se mostrado mais intensa do que se antecipava, levando, inclusive, a uma aceleração na margem do quantum exportado. Dessa forma, à semelhança do verificado em anos anteriores, as expectativas mais pessimistas serão novamente frustradas em 2007, de modo que a balança comercial permanecerá apresentando um desempenho bastante positivo.

9. Com relação ao cenário externo, persistem as dúvidas quanto aos próximos passos da política monetária americana. A expectativa dominante por parte dos investidores parece ser de que o início de um ciclo de flexibilização monetária nos Estados Unidos da América (EUA) teria sido adiado para o

ano que vem, e que, conseqüentemente, a taxa básica de juros naquela economia permaneceria estável por vários meses, mas não se pode descartar por completo o risco de novas elevações de taxas de juros. Da mesma forma, não se pode descartar a possibilidade de desaceleração mais forte do que o esperado da economia dos EUA, particularmente se os efeitos das dificuldades no setor imobiliário sobre instituições financeiras e o consumo das famílias se mostrarem mais intensos e generalizados. Em contraposição, até o momento, o maior nível de atividade econômica na Europa, associado à continuidade da forte expansão em grandes economias asiáticas, tem sustentado o crescimento mundial em nível mais elevado do que se antecipava, a despeito da desaceleração em curso nos EUA. A manutenção de taxas de crescimento em níveis historicamente elevados em diversas regiões tem levado ao aumento das pressões inflacionárias, notadamente, mas não exclusivamente, no caso de matérias-primas e alimentos, ensejando respostas de política monetária por parte de um número importante de bancos centrais. Não obstante, a demanda externa por mercadorias, serviços e ativos brasileiros tem, até o momento, beneficiado-se significativamente do estágio do ciclo econômico e das condições financeiras globais, mostrando resistência às flutuações de curto prazo na atividade e no sentimento dos mercados. Esse contexto externo, que na avaliação do Copom continua favorável, tem contribuído para que a economia continue em um ciclo de crescimento com estabilidade de preços.

10. O preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, elevou-se de forma relevante desde a última reunião do Comitê, e segue mostrando acentuada volatilidade. De um lado, esse comportamento reflete mudanças estruturais no mercado energético mundial e, de outro, episódios recorrentes de incerteza geopolítica. Dentro dessa perspectiva, a persistirem as tendências observadas nas últimas semanas, o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2007, poderia se tornar menos plausível. Além disso, a despeito da eventual estabilidade do preço interno da gasolina, deve-se reconhecer que essas variações nos preços internacionais do petróleo se transmitem, inexoravelmente, à economia doméstica, por exemplo, por meio de cadeias produtivas como a petroquímica, e também pelo

impacto que terminam produzindo nas expectativas de inflação dos agentes econômicos.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

11. 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 junho, as projeções de reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão foram mantidas em 0%, para o acumulado de 2007;

b) as projeções de reajustes das tarifas de eletricidade para o acumulado de 2007 foram modificadas para -3,6%, ao passo que, para as tarifas de telefonia fixa, mantiveram-se em 3,3%;

c) a projeção de reajuste para o conjunto de preços administrados, no acumulado de 2007, foi alterada para 3,2%, ante os 3,6% considerados na reunião do Copom de junho. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 31,01% do total do IPCA de junho;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2008 foi redimensionada para 4,5%, com base em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) o modelo de Vetores Auto-Regressivos (VAR), baseado nos níveis da taxa Selic e do swap de 180 dias, estima um spread, no cenário de referência, de -5 p.b. no quarto trimestre de 2007. A trajetória do swap indica, ainda, que o spread atinge 71 p.b. no último trimestre de 2008. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis.

12. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta o cumprimento da meta de superávit primário de 3,8% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2007 e em 2008, ajustada pela possibilidade de

que esse percentual seja reduzido em até 0,45 p.p., em virtude da implementação do Programa Piloto de Investimentos (PPI). As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

13. Desde a reunião de junho do Copom, houve incremento na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2007, que passou de 3,5% para 3,7%. Essa elevação deve-se, basicamente, à incorporação da inflação ocorrida em maio e em junho. As expectativas para doze meses à frente deslocaram-se de 3,37% para 3,5%. Para 2008, as expectativas de inflação permaneceram em 4%. Esses desenvolvimentos continuam sugerindo a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável.

14. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$1,90 e da taxa Selic em 12%, em todo o horizonte de previsão, a projeção para o IPCA em 2007 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de junho, mas permaneceu posicionada abaixo do valor central de 4,5% para a meta desse ano, fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros apuradas pela Gerin, junto a analistas, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2007 também sofreu incremento em relação ao valor considerado na reunião do Copom de junho, mas permanece abaixo do valor central de 4,5% para a meta de inflação. Por sua vez, as projeções de inflação para 2008 mostraram reduções em ambos os cenários, quando comparadas às projeções obtidas em junho, e ficaram abaixo do valor central de 4,5%.

Implementação da política monetária

15. 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 apontam para um fortalecimento possivelmente

mais intenso da expansão da demanda, mas ainda não sugerem uma probabilidade elevada de que observemos pressões significativas sobre a inflação no curto prazo. Além da expansão do investimento, o crescimento das importações tem contribuído de forma fundamental para esse processo, complementando a produção doméstica e assim permitindo que os efeitos inflacionários do crescimento sustentado da demanda agregada continuem sendo limitados. Além disso, a despeito da incerteza sobre a continuidade do forte crescimento da economia internacional observado nos últimos anos, das perspectivas de restrição monetária adicional em importantes economias e blocos econômicos, e de certo aumento de volatilidade nos mercados globais, o cenário externo continua favorável. Particularmente no que diz respeito às perspectivas de financiamento externo para a economia brasileira no horizonte de projeção, a combinação de vultosos superávits comerciais com crescente atração de fluxos de capitais sugere que o balanço de pagamentos deve continuar tendo desempenho robusto. Dessa forma, as perspectivas para a trajetória da inflação permanecem benignas. Tal como nas reuniões recentes, 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.

16. O Copom avalia que a emergência de pressões inflacionárias globais ainda não apresenta riscos para a trajetória de inflação doméstica no curto prazo, mas o aquecimento da demanda poderia ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. O Comitê observa também que a elevação das expectativas de inflação para 2007 e para os próximos doze meses, ainda que para níveis inferiores à meta estabelecida para 2007 e 2008, é processo que deve ser monitorado. Nesse contexto, o Copom continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes. Para tanto, continuará acompanhando atentamente a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, discriminando entre reajustes pontuais e reajustes persistentes ou generalizados de preços, analisando seu impacto sobre as expectativas de inflação a curto e médio prazo e adequando prontamente a postura de política monetária às circunstâncias.

17. A manutenção de taxas de inflação consistentes com a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a continuidade 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 considera que a persistência de uma atuação cautelosa da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação siga 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 continuem apresentando elementos compatíveis com o cenário benigno que tem se configurado nos últimos trimestres.

18. O Copom considera relevante ressaltar, mais uma vez, 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 775 p.b., sendo que parcela substancial da redução ocorreu nos últimos nove meses. Assim, parte importante dos efeitos dos cortes de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, e tampouco os efeitos da atividade sobre a inflação tiveram tempo de se materializar. Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve se concentrar, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes observados para essa variável.

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 em Notas de reuniões recentes do Copom, a esses fatores devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais ocorridos no primeiro semestre e esperados para os próximos trimestres. Dessa forma, os efeitos defasados dos cortes de juros sobre uma demanda agregada que já cresce a taxas robustas se somarão a outros fatores que continuarão contribuindo de maneira importante para a sua expansão. Essas considerações se tornam

ainda mais relevantes quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda aquecida e o fato de que as decisões de política monetária terão efeitos limitados sobre 2007, e passarão a ter impactos predominantemente sobre 2008.

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, a aproximação progressiva entre a taxa básica de juros corrente e as taxas de juros que deverão vigorar em equilíbrio no médio prazo e os cortes já implementados desde setembro de 2005, os membros do Copom entendem 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, demandará que, a partir de um determinado ponto, a flexibilização da política monetária passe a ser conduzida com maior parcimônia.

21. O Comitê avalia que, desde sua última reunião, as influências de fatores externos e internos sobre o balanço de riscos para a trajetória esperada da inflação continuaram atuando em direções opostas. O setor externo, que vem contribuindo de forma importante para ampliar a oferta agregada, continua tendo influência predominantemente benigna sobre as perspectivas para a inflação, ao passo que o ritmo de expansão da demanda doméstica pode vir a colocar riscos para a dinâmica inflacionária.

22. Membros do Copom entenderam que, diante da extensão do processo de flexibilização já implementado, das incertezas remanescentes quanto aos impactos defasados do estímulo monetário já injetado na economia, do comportamento esperado dos outros fatores de sustentação do dispêndio, como o crescimento da renda, em um quadro de sólida expansão da demanda doméstica por bens e serviços transacionáveis e não transacionáveis, e do fortalecimento da atividade econômica, a desaceleração do ritmo de redução da taxa básica de juros para 25 p.b. contribuiria para estender no tempo o processo de flexibilização.

23. A maioria do Copom, entretanto, argumentou que a contribuição do setor externo para a consolidação de um cenário benigno para a inflação no horizonte

de projeção, especialmente pela disciplina exercida sobre os preços de bens transacionáveis e por meio da ampliação dos investimentos, em ambiente de demanda aquecida, mitiga riscos presentes no cenário prospectivo para a inflação. Tal contribuição estaria ampliando o escopo para que as taxas de crescimento da demanda agregada e da oferta doméstica voltem a se equilibrar em um prazo relevante para as decisões de política monetária, sem comprometer a convergência para a trajetória das metas de inflação. Com isso, quatro membros do Comitê entenderam que o balanço de riscos para a evolução da trajetória futura da inflação ainda justificaria reduzir a taxa básica de juros em 50 p.b.

24. Diante disso, avaliando as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 11,50% a.a., sem viés, por quatro votos a favor e três votos pela redução da taxa Selic em 0,25 p.p. O Comitê irá acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

25. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, e analisa diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços e o balanço dos riscos associado às suas projeções. Ainda que persistam incertezas quanto ao desempenho da economia norte-americana, a conjuntura internacional permanece positiva, e favorece a contribuição do setor externo para a manutenção de um cenário inflacionário benigno. Por outro lado, a demanda doméstica se expande a taxas cada vez mais robustas, sustentando a recuperação da atividade econômica, inclusive em setores pouco expostos à competição externa, quando os efeitos de importantes fatores de estímulo, como a flexibilização monetária já implementada, ainda estão por se fazer sentir em sua plenitude. 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.

26. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 4 de setembro de 2007, para as

apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 15.011, de 31/10/2006.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

27. O IPCA cresceu 0,28% em junho, uma repetição do resultado do mês anterior. A variação mensal refletiu elevações de preços nos grupos habitação, vestuário e, em especial, alimentação e bebidas, e recuos nos preços dos demais grupos, com ênfase em transportes e despesas pessoais. A alta dos preços do item leite e derivados respondeu por 0,14 p.p. da variação mensal do índice, ante 0,07 p.p. em maio, e exerceu, mais uma vez, a influência individual mais expressiva sobre o resultado mensal do IPCA.

28. A variação dos preços livres passou de 0,25% em maio para 0,43% em junho, enquanto a dos preços monitorados recuou de 0,35% para -0,05%. Em doze meses, os preços livres acumularam crescimento de 4,1%, e os preços monitorados, de 2,78%. O comportamento dos preços livres refletiu elevações de 5,02% nos preços dos produtos não comercializáveis e de 3,14% nos preços dos produtos comercializáveis.

29. O IPCA aumentou 2,08% no primeiro semestre de 2007, ante 1,54% no mesmo período de 2006, e acumulou variação de 3,69% em doze meses até junho, ante 3,14% em 2006. A aceleração registrada no primeiro semestre evidenciou a continuidade da reversão da tendência declinante dos preços dos alimentos, iniciada no último trimestre de 2006, principalmente pela elevação dos preços internacionais. Nesse sentido, embora os preços dos alimentos tenham crescido 1,23% em 2006, bem abaixo do IPCA, elevaram-se 2,34% no trimestre encerrado em dezembro. No primeiro semestre de 2007, os preços do grupo alimentação e bebidas cresceram 3,94%, acumulando alta de 6,62% em doze meses até junho.

30. As variações mensais dos núcleos de inflação, nos conceitos por exclusão e de médias aparadas sem suavização, atingiram 0,22% e 0,23%, respectivamente, em junho, ante 0,33% e 0,30%

em maio. A variação acumulada nos últimos doze meses totalizou, na mesma ordem, 3,43% e 2,55%, em junho, ante 3,04% e 2,39%, em maio. A variação mensal no conceito de médias aparadas com suavização passou de 0,30% em maio para 0,34% em junho, e acumulou expansões em doze meses de 3,68% e 3,72%, respectivamente.

31. O IGP-DI variou 0,26% em junho, ante 0,16% em maio, acumulando 1,44% no primeiro semestre do ano e 3,96% em doze meses. Considerando os componentes do índice, o IPA-DI cresceu 0,09% em junho, após recuo de 0,04% em maio, e acumulou 0,70% no ano e 3,76% em doze meses. A variação do IPC-Br passou de 0,25% para 0,42%, no período, totalizando 2,51% no primeiro semestre e 3,98% em doze meses. O INCC cresceu 0,92% em junho, ante 1,15% em maio, e refletiu desacelerações nos preços dos itens materiais e serviços e mão-de-obra. O índice acumulou, em junho, variações de 3,51% no ano e de 5,20% em doze meses.

32. A maior variação do IPC-Br em junho esteve associada à alta de 1,02% nos preços dos alimentos, ante recuo de 0,01% em maio. O núcleo do indicador variou 0,34% em junho, ante 0,30% no mês anterior, acumulando alta de 1,66% no ano e de 2,91% em doze meses.

33. A variação do IPA-DI, em junho, refletiu tanto a reversão na tendência dos preços agrícolas, que se elevaram 0,67% no mês, ante recuo de 1,94% no mês anterior, quanto a desaceleração nos preços industriais, que caíram 0,09% em junho, ante elevação de 0,58% em maio. As principais contribuições para a alta dos preços agrícolas, no período, resultaram do comportamento dos preços do leite *in natura*, soja em grão, ovos e aves, enquanto, em sentido inverso, registraram-se reduções nos preços da cana-de-açúcar, laranja e mandioca. Dentre os preços industriais, assinalam-se as altas nos preços dos óleos combustíveis, óleos e gorduras, e leites e derivados, e as quedas dos preços do álcool etílico hidratado, açúcar e do ferro gusa para fundição. O IPA por estágios de processamento evidenciou, em junho, estabilidade nos preços das matérias-primas brutas, desaceleração em bens intermediários e alta em bens finais. No primeiro semestre do ano, destacou-se a retração de 3,62% nos preços das matérias-primas brutas, após expressiva

elevação em 2006, enquanto os preços dos bens finais e dos bens intermediários registraram ligeira aceleração comparativamente ao semestre anterior. Esses preços acumularam altas de, respectivamente, 7,44%, 2,63% e 2,73%, em doze meses até junho.

Atividade econômica

34. Considerando dados dessazonalizados, o PIB cresceu 0,8% no primeiro trimestre de 2007, em relação ao trimestre anterior, ante alta de 1,1% no quarto trimestre de 2006. Comparativamente ao mesmo período de 2006, o PIB aumentou 4,3% no primeiro trimestre de 2007, e acumulou variação de 3,8% em quatro trimestres, ante 3,7% em 2006.

35. A evolução do PIB segue associada ao desempenho da demanda interna. Considerando dados dessazonalizados, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu 2,1% no primeiro trimestre de 2007, em relação ao trimestre encerrado em dezembro do ano anterior, enquanto o consumo do governo aumentou 3,5%; o consumo das famílias, 0,9%; as exportações, 1,2%; e as importações, 4,1%. Comparativamente ao primeiro trimestre de 2006, a FBCF expandiu-se 7,2%; o consumo das famílias, 6%; o consumo do governo, 4%; as exportações, 5,9%; e as importações, 19,9%.

36. Na ótica da oferta, considerando dados dessazonalizados, a produção agropecuária recuou 2,4% no primeiro trimestre, em relação ao trimestre anterior, enquanto nos segmentos indústria e serviços registram-se crescimentos respectivos de 0,3% e 1,7%. Comparativamente ao mesmo período do ano anterior, o primeiro trimestre de 2007 registrou acréscimos de 2,1% na agropecuária, de 3% na indústria e de 4,6% nos serviços.

37. Indicadores relativos ao segundo trimestre de 2007 sugerem a continuidade da expansão da atividade econômica.

38. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas do comércio varejista registrou alta de 0,5% em maio, comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, com crescimento em todas as atividades, à exceção de combustíveis e lubrificantes,

-1,2%; e veículos, motos, partes e peças, -0,1%, que não compõe o indicador geral.

39. O volume de vendas cresceu 10,3% em relação a maio de 2006, impulsionado, principalmente, pelos crescimentos nas vendas de tecidos, vestuário e calçados, 16%; e de móveis e eletrodomésticos, 10,4%; segmentos influenciados tanto pela continuidade do crescimento do emprego e da renda, como pelas melhores condições de crédito.

40. As vendas do comércio varejista ampliado, conceito que incorpora as atividades veículos, motos, partes e peças, e material de construção, cresceram 13% em maio, em relação ao mesmo período do ano anterior, com crescimentos respectivos de 20% e 4,7% nas vendas das atividades mencionadas. O desempenho positivo desses segmentos deverá persistir ao longo de 2007, evidenciando os efeitos das medidas de incentivos ao setor de construção e das condições favoráveis de crédito. No acumulado do ano, as vendas do comércio varejista ampliado aumentaram 12,7%.

41. Em maio, as vendas do comércio varejista aumentaram em vinte das 27 unidades da Federação, comparativamente ao mês anterior, com dados dessazonalizados. As maiores expansões ocorreram em Pernambuco, 6%; Sergipe, 5,6%; Rio Grande do Norte, 5,1%; e Roraima, 4,8%; enquanto as reduções mais acentuadas registraram-se no Paraná, 3,4%; Tocantins, 1,6%; e em Minas Gerais, 1,4%. As vendas acumuladas em 2007 cresceram em todas as unidades da Federação, com ênfase para o desempenho nos estados de Alagoas, 31%; Acre, 17,4%; e Maranhão, 15,8%. A evolução das vendas do comércio varejista nas regiões Norte e Nordeste reflete, em parte, o impacto dos programas assistenciais do governo federal nessas regiões.

42. Segundo dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista e dessazonalizados pelo Banco Central, as consultas ao Usecheque cresceram 1,2% em junho, comparativamente ao mês anterior, enquanto as direcionadas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) mantiveram-se estáveis. Em relação a junho de 2006, registraram-se acréscimos respectivos de 8,8% e 6,4%.

43. Relativamente ao comportamento dos indicadores de investimento, em maio, as produções de insumos da construção civil e de bens de capital aumentaram 0,3% e 5,1%, respectivamente, e as importações de bens de capital recuaram 4,9%, comparativamente ao mês anterior, com dados dessazonalizados. A retração dessas importações não representa uma alteração da tendência, haja vista a intensidade de sua expansão nesse ciclo, evidenciada pelas taxas de crescimento de 31,7% nos primeiros cinco meses do ano e de 26,7% nos últimos doze meses. No ano, até maio, assinala-se também a expansão de 16,3% da produção doméstica de bens de capital, com elevações representativas nas produções de equipamentos tipicamente industrializados, 18,6%; para uso misto, 17,3%; e para energia elétrica, 16,4%. A produção de bens de capital para a agricultura se expandiu 23,3% no mesmo período, assinalando-se que a variação da produção acumulada em doze meses nesse segmento diminuiu de -8,9%, até março, para -4,3% até abril, e atingiu -0,6% até maio, evidenciando a retomada da produção no setor.

44. Os financiamentos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para investimentos de médio e longo prazos alcançaram R\$19,1 bilhões no período de janeiro a maio de 2007 e superaram em 39,9% aqueles desembolsados no mesmo período de 2006. No acumulado em doze meses até maio, os desembolsos totalizaram R\$57,7 bilhões, com expansão de 26% em relação ao mesmo período anterior e realçaram a aceleração recente desse indicador de investimentos.

45. A produção da indústria brasileira cresceu 1,3% em maio, em relação a abril, após ajuste sazonal, e acumulou expansão de 2,2% no período de março a maio. Pelo critério de média móvel trimestral, que atenua oscilações pontuais, a atividade industrial atingiu patamar recorde pelo décimo quarto mês consecutivo em maio. A produção industrial aumentou 4,9% em relação ao mesmo mês do ano anterior e acumulou altas de 4,4% nos primeiros cinco meses do ano e de 3,3% em doze meses.

46. Considerando dados dessazonalizados, observou-se crescimento mensal de 1,3% na produção da indústria

de transformação e recuo de 0,2% na produção extrativa. Todas as categorias de uso registraram acréscimos na comparação mensal, e atingiram 5,1% em bens de capital; 1,5% em bens de consumo; e 0,6% em bens intermediários. No ano, até maio, a produção de bens de capital também liderou a expansão industrial, com alta de 16,3%, seguida pelas relativas a bens intermediários, 3,9%; bens de consumo duráveis, 3,7%; e bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 2,5%.

47. A análise desagregada da atividade industrial mostrou que, em maio, das 23 atividades pesquisadas, passíveis de ajuste sazonal, quinze apresentaram crescimento, com destaque, pela ordem de contribuição no resultado, para veículos automotores, farmacêutica, máquinas e equipamentos, e alimentos. As principais influências negativas decorreram do desempenho de outros produtos químicos e de bebidas.

48. Ainda no setor industrial, conforme estatísticas da CNI, dessazonalizadas pelo Banco Central, observou-se expansão de 0,3% nas horas trabalhadas na produção e recuo de 0,6% nas vendas industriais reais em maio, comparativamente ao mês anterior. No ano, esses indicadores registraram, respectivamente, elevações de 3,6% e de 4%, em comparação a igual período de 2006. O nível de UCI atingiu 82,7% em maio, ante 82% em abril, após ajuste sazonal. Considerando os dados observados, o nível de utilização atingiu 83,2% no mês, 1,8 p.p. acima do patamar de maio de 2006.

49. A produção de autoveículos atingiu 246,4 mil unidades em junho, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea). O total produzido aumentou 2,4% em relação ao mês anterior, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central, e 9,6% em relação ao mesmo mês de 2006. Considerando a série com ajuste sazonal, as vendas internas cresceram 1,7%, e as externas recuaram 7,1%, respectivamente. Comparativamente ao primeiro semestre de 2006, a produção de autoveículos cresceu 6,3% em 2007, e as vendas internas, 19,1%, enquanto as exportações diminuíram 10,9%. Ainda segundo a Anfavea, a produção de máquinas agrícolas aumentou 20,6%, e a de caminhões 21,3%, no mesmo período em comparação, reflexo do aumento dos investimentos e da recuperação do setor agrícola na atual safra.

50. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) realizado em junho pelo IBGE, a safra de grãos deverá crescer 14% em 2007, em relação ao ano anterior. A produção nacional de grãos deverá atingir 133,4 milhões de toneladas, em decorrência das boas condições climáticas e do incentivo à produção associado à elevação dos preços internacionais dos produtos agrícolas. Destacaram-se os aumentos previstos nas produções de trigo, 60,6%; caroço de algodão, 31,2%; milho, 21,4%; e soja, 11,3%; e as quedas nas produções de café, 15,1%; e arroz, 4,5%. Ressaltem-se, ainda, as perspectivas favoráveis à cultura de cana-de-açúcar, em linha com o interesse crescente pela produção do álcool combustível. Em 2007, a área plantada de cana aumentou 9,1%, e sua produção deverá aumentar 12,7% em relação ao ano anterior.

Expectativas e sondagens

51. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP) registrou estabilidade no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em julho, comparativamente ao mês anterior. Os dois componentes do ICC registraram comportamento distinto na comparação mensal, com o Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) aumentando 1% e o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) diminuindo 0,8%. Em julho, pelo sétimo mês consecutivo, o Icea manteve-se acima do IEC. Em relação aos índices de julho de 2006, o ICC e o IEC recuaram 3,1% e 10,9%, respectivamente, enquanto o Icea aumentou 9,5%.

52. De acordo com a Sondagem de Expectativas do Consumidor da FGV, que abrange cerca de dois mil domicílios em sete das principais capitais do País, o ICC subiu 0,6% em junho, em relação ao mês anterior, resultado de melhoras de 1,5% na avaliação sobre a situação presente e de 0,1% nas expectativas em relação aos próximos seis meses. O ICC cresceu 8% em relação a junho de 2006, com elevação de 9,9% no índice de expectativas.

53. Ainda segundo a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI), composto por seis quesitos contidos na Sondagem da Indústria de Transformação, diminuiu 0,6% em junho, segunda queda mensal após o patamar recorde observado em abril. O ICI cresceu 13,2% em

relação a junho de 2006, e acumulou expansão de 10,5% no primeiro semestre de 2007, relativamente a igual período de 2006, com destaque para os aumentos das avaliações positivas sobre o nível esperado de demanda e das previsões de novas contratações de pessoal pela indústria. O nível de utilização da capacidade instalada situou-se em 84,7% em junho, ante 82,3% no mesmo mês de 2006.

Mercado de trabalho

54. Segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram abertos 182 mil postos de trabalho formais em junho. No ano, até junho, foram gerados 1.095,5 mil empregos, recorde da série histórica para o período, 18,6% a mais que no mesmo período de 2006. Essas contratações elevaram o nível de emprego em 4,9% no período, relativamente ao do 1º semestre de 2006. Em doze meses, a expansão atingiu 4,8%, com destaque para os acréscimos de 7,4% do emprego na construção civil e de 5,8% no comércio. Após a dessazonalização da série, o índice de emprego, em junho, apresentou elevação de 0,4% sobre o de maio, e registrou acréscimos em todos os setores.

55. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto permaneceu em 10,1% em maio de 2007, e repetiu o patamar verificado em março e em abril. A estabilidade da taxa de desemprego refletiu as oscilações de 0,1% no número de trabalhadores ocupados e na PEA, registradas em maio. Por posição na ocupação, destacaram-se o recuo de 3,7% no número de empregadores e a expansão de 1,6% no número relativo aos trabalhadores por conta própria. No ano, até maio, observou-se aumento de 2,9% no número médio de trabalhadores ocupados, em relação a igual período de 2006, o que refletiu, sobretudo, a expansão dos investimentos e a recuperação da atividade no setor agrícola.

56. O pessoal ocupado no setor privado aumentou 2,7%, com expansão de 4,1% no número de empregados com carteira e recuo de 1,4% no número de empregados sem carteira de trabalho, o que ratifica a tendência de melhora qualitativa no mercado de trabalho.

57. De acordo com a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas alcançou R\$1.120,30 em maio, com elevações de 0,3% em relação a abril e de 3,9% ante maio de 2006. A massa salarial real, produto entre o rendimento médio habitual e o número de trabalhadores ocupados, cresceu 0,4% no mês e 6,8% em relação a maio de 2006, aumento acumulado de 7,8% no ano.

58. Segundo estatísticas da CNI, dessazonalizadas pelo Banco Central, o contingente de pessoal empregado na indústria aumentou 0,4% em maio, em relação ao mês anterior. Em 2007, até maio, observaram-se acréscimos de 3,4% no pessoal empregado e de 5,5% na massa salarial real paga pelo setor industrial.

Crédito e inadimplência

59. O saldo do crédito referencial para taxas de juros, que compreende as principais operações de crédito com recursos livres, registrou aumento de 1,4% em junho, e acumulou crescimento de 20,3% em doze meses. O saldo das operações com pessoas físicas cresceu 1% no mês e acumulou expansão de 22,8% em doze meses. Em relação às carteiras de pessoas jurídicas, as operações com recursos domésticos evoluíram 2,8% em junho e 19,6% em doze meses, enquanto o saldo daquelas referenciadas em moeda estrangeira diminuiu 1,3% no mês, mas cresceu 27,7% em doze meses.

60. A taxa média ativa de juros incidente sobre as operações de crédito referencial atingiu 37% a.a. em junho, a menor da série histórica, 6,2 p.p. inferior ao patamar de junho de 2006. Nas operações com pessoas físicas, a taxa média de juros atingiu 48,4% a.a., ante 55,8% a.a. no mesmo mês de 2006. Nos empréstimos contratados com as pessoas jurídicas, a taxa média de juros registrou redução de 5,1 p.p. em doze meses, ao atingir 23,7% a.a.

61. O prazo médio das operações de crédito referencial realizadas com pessoas físicas, excluindo-se o cheque especial, atingiu 431 dias em junho, ante 356 no mesmo mês de 2006. Considerada a carteira de crédito pessoal, o prazo médio situou-se em 433

dias, com alongamento de 95 dias na comparação interanual, reflexo do crescente aumento do peso do crédito consignado nessa carteira.

62. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial com atraso superior a noventa dias alcançou 4,7% em junho, 0,1 p.p. abaixo da observada no mês anterior, permanecendo estável em relação a junho de 2006. Por grupos, a taxa relativa ao segmento de pessoas jurídicas situou-se em 2,6%, mantendo-se estável no mês e subindo 0,3 p.p. em doze meses. Nas operações com pessoas físicas, a taxa de inadimplência situou-se em 7,1%, com recuo de 0,1 p.p. em termos mensais e de 0,2 p.p. comparativamente ao mesmo mês de 2006.

63. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, atingiu 5,1% em junho, ante 5% no mesmo mês do ano anterior e 5,3% na média de 2006.

Ambiente externo

64. A taxa de expansão da atividade econômica global prossegue acima de sua tendência de longo prazo, o que contraria as estimativas de arrefecimento do início do ano. O crescimento anualizado do PIB de 3,1% para a Área do Euro, de 3,3% para o Japão e de 11,1% para a economia chinesa no primeiro trimestre, em relação ao do mesmo período de 2006, juntamente com a solidez da expansão em outras importantes economias, vem compensando com folga a desaceleração da economia norte-americana.

65. As condições financeiras globais permanecem favoráveis em função da ampla liquidez, espelhada no desempenho positivo das bolsas de valores, nas cotações dos títulos da dívida soberana dos países emergentes e nos sólidos lucros corporativos. Esse panorama é reforçado pela ampla recuperação da produção industrial mundial, pelo crescimento robusto do emprego, pelo término da correção dos estoques nos Estados Unidos e pelas expectativas otimistas de expansão global.

66. Ainda, alguns riscos ameaçam esse cenário favorável. Dentre os principais, inclui-se a retomada de alta do preço do petróleo, que beira o máximo de agosto de 2006; a probabilidade de adoção de

fortes medidas restritivas para combater pressões inflacionárias e conter o superaquecimento, sobretudo na China; a continuidade da correção do mercado imobiliário norte-americano; e a contaminação dos mercados, notadamente de países emergentes, em consequência de turbulências no mercado financeiro asiático, no mercado imobiliário subprime norte-americano e nos hedge funds.

Comércio exterior e reservas internacionais

67. No primeiro semestre de 2007, o comércio exterior brasileiro manteve-se em expansão. O superávit comercial atingiu US\$20,6 bilhões e acumulou US\$47,6 bilhões em doze meses, enquanto a corrente de comércio totalizou US\$125,8 bilhões e US\$252,3 bilhões, respectivamente, nos mesmos períodos.

68. Em junho, as exportações alcançaram US\$13,1 bilhões, com valor médio diário recorde de US\$656 milhões, 20,2% superior ao observado no mês corresponde de 2006. A expansão das quantidades embarcadas, associada à elevação de preços, resultou em crescimento das vendas externas brasileiras nas três categorias de produtos. As exportações de produtos manufaturados totalizaram US\$7 bilhões, com valor médio diário recorde de US\$350,8 milhões, 19% acima do registrado em junho de 2006. As vendas de produtos básicos totalizaram US\$4 bilhões, e as de semimanufaturados, US\$1,8 bilhão, com acréscimos respectivos de 26,8% e 10%, na mesma base de comparação. Importantes produtos da pauta de exportação continuaram apresentando elevações de preços na comparação interanual, com destaque para suco de laranja, 64,1%; óleo de soja em bruto, 41,6%; carne de frango, 33,8%; semimanufaturados de ferro e aço, 31,5%; couros e peles, 31,2%, e laminados planos, 22,4%. Destaque-se a continuidade do processo de maior diversificação da pauta, com aumento generalizado nos embarques, particularmente de itens manufaturados com pequena participação, e a ampliação de mercados de destino para as vendas brasileiras.

69. As importações totalizaram US\$9,3 bilhões em junho, com valor médio diário recorde de US\$465,2 milhões, 32,6% acima do verificado no mesmo mês de 2006. Todas as categorias de produtos

apresentaram expansão: matérias-primas, 38,7%; bens de capital, 32,1%; bens de consumo, 31,8%; e combustíveis e lubrificantes, 17%, na mesma base de comparação. Dentre as compras externas de matérias-primas e intermediários, destacaram-se as aquisições de produtos alimentícios primários, acessórios para equipamentos de transporte, químicos e farmacêuticos, agropecuários não alimentícios e produtos minerais. Entre os bens de consumo, observou-se crescimento nas compras de vestuário, automóveis de passageiros, bebidas e tabaco, produtos de toucador, móveis e farmacêuticos. Nas importações de bens de capital, sobressaíram maquinaria industrial, máquinas e aparelhos para escritório e serviço científico, e partes e peças para bens de capital.

70. Em junho, as reservas internacionais totalizaram US\$147,1 bilhões, valor que representa aumento de US\$10,7 bilhões no mês, de US\$61,3 bilhões no ano e de US\$84,4 bilhões em relação ao saldo de junho de 2006.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

71. No período compreendido entre as reuniões do Copom de junho e de julho, as taxas de juros futuros de curto prazo apresentaram redução, influenciadas, principalmente, pelo cenário econômico interno favorável e pela perspectiva de continuidade do ciclo de afrouxamento da política monetária. A decisão do Copom de reduzir a meta para a taxa Selic em 50 p.b. na reunião de junho, a continuidade do movimento de valorização do real frente ao dólar e a divulgação, no início de julho, de índices de inflação corrente dentro do intervalo das projeções contribuíram para o recuo das taxas de prazo de até um ano. As incertezas relacionadas ao desempenho da economia norte-americana, as perdas financeiras ocorridas no setor de hipotecas de alto risco dos EUA e a expectativa de aperto monetário nas principais economias incentivaram um movimento de migração de aplicações para ativos considerados de menor risco, o que provocou um aumento das taxas futuras domésticas para prazos superiores a um ano. Entre 4 de junho e 16 de julho, as taxas de um, 3 e 6 meses e de 1 ano cederam, respectivamente, 0,55 p.p., 0,50 p.p., 0,39 p.p. e 0,24 p.p.. As taxas para os prazos de 2 e de 3 anos apresentaram elevação de 0,13 p.p.

e de 0,34 p.p., respectivamente. 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 7,31%, em 4 de junho de 2007, para 6,95%, em 16 de julho de 2007.

72. Em 21 de junho, o Banco Central realizou leilão de swap cambial reverso destinado à rolagem integral do vencimento de 2 de julho. A operação totalizou o equivalente a US\$1,5 bilhão.

73. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, no período de 5 de junho a 16 de julho, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de 5 e de 7 meses. O saldo diário médio do estoque dessas operações alcançou R\$79,4 bilhões, dos quais R\$56,4 bilhões em operações de sete meses. No mesmo período, o Banco Central atuou em 27 oportunidades por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo, destinadas a retirar recursos excedentes do sistema bancário. Além disso, atuou em uma única oportunidade tomando recursos pelo prazo de 29 dias úteis. Realizou, ainda, operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de 1 e 2 dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$34,4 bilhões.

74. Entre 5 de junho e 16 de julho, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos seus leilões tradicionais somaram R\$56,3 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$28,3 bilhões, R\$14,1 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN), de vencimento em 2008 e 2009, e R\$14,2 bilhões em Notas do Tesouro Nacional Série F (NTN-F), de vencimento em 2010, 2011, 2012, 2013 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT), de vencimento em 2010, 2012 e 2013, totalizaram R\$6,4 bilhões. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional Série B (NTN-B), o Tesouro vendeu R\$21,6 bilhões em títulos de vencimento em 2009, 2012, 2017, 2024, 2035 e 2045, dos quais R\$8,1 bilhões liquidados mediante a entrega de outros títulos.

75. No mesmo período, o Tesouro promoveu leilões de venda de LTN de vencimento em abril e outubro de 2008, conjugada à compra de LTN de vencimento

em julho e outubro de 2007 e em janeiro de 2008, em um total de R\$4,9 bilhões. Realizou, também, leilões de venda de LFT de vencimento em 2010, 2012 e

2013, no montante de R\$4,7 bilhões, aceitando como pagamento LFT de vencimento em 2007; e leilões de compra de NTN-B, no valor de R\$153 milhões.

Notas da 129ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 04 e 05/09/2007

Local: Sala de reuniões do 8º andar (04/09) e do 20º andar (05/09) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 17h (04/09) e 17h (05/09)

Horário de término: 19h20 (04/09) e 19h30 (05/09)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Alexandre Antonio Tombini
Antonio Gustavo Matos do Vale
Mário Gomes Torós
Mário Magalhães Carvalho Mesquita
Paulo Sérgio Cavalheiro
Paulo Vieira da Cunha

Chefes de Departamento (presentes no dia 04)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 05)
Ivan Luis Gonçalves de Oliveira Lima – Departamento de Operações do Mercado Aberto
Luiz Fernando Cardoso Maciel – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
André Barbosa Coutinho Marques – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 04)

Adriana Soares Sales – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas
Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor de Imprensa

Flávio Pinheiro de Melo – Consultor 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. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 0,24% em julho, ante 0,28% em maio e em junho, acumulando 2,32% nos sete primeiros meses de 2007, ante 1,73% no mesmo período do ano passado. Apesar de a inflação em doze meses (3,74%) ter se situado em patamar inferior àquele registrado em julho de 2006 (3,97%), observa-se aceleração na margem pelo quarto mês consecutivo. Em parte, esse movimento era esperado, devido ao fato de a inflação no segundo trimestre de 2006 ter sido excepcionalmente baixa (média mensal de apenas 0,03%), em função do recuo, à época, nos preços dos alimentos. Cabe notar, ainda, que a aceleração recente da inflação reflete essencialmente o comportamento dos preços livres, que em 2007 vêm subindo mais rapidamente do que os preços administrados, dinâmica inversa àquela observada ao longo dos últimos anos. De fato, os preços livres e os administrados registraram, respectivamente, aumentos de 2,89% e de 1,07% até julho e de 4,43% e 2,22% no acumulado de doze meses. Por sua vez, a despeito da apreciação cambial observada em 2007, nota-se pressão, dentro do conjunto de preços livres, associada aos bens comercializáveis. Com efeito, em doze meses até julho, o grupo dos comercializáveis registrou inflação de 4,00%, ante 0,46% observado no mesmo período do ano passado, ao passo que, no caso dos não-comercializáveis, a aceleração foi mais

modesta, com o deslocamento da inflação de 4,28% em 2006 para 4,85%. Indicadores preliminares para agosto, como o IPCA-15, mostram continuidade da aceleração inflacionária, e sugerem também que tal processo poderia estar se tornando mais disseminado. Apesar de desenvolvimentos recentes menos benignos do que antecipado, a dinâmica dos preços ainda indica que a inflação tende a continuar evoluindo segundo a trajetória das metas.

2. Em consonância com a inflação plena, as três medidas de núcleo do IPCA calculadas pelo Banco Central apresentaram redução em julho, com destaque para o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio, que se deslocou de 0,22% em junho para 0,07% em julho. Neste mês, os núcleos por médias aparadas com e sem suavização de itens preestabelecidos alcançaram 0,20% e 0,17%, respectivamente. Até julho, a inflação medida pelo núcleo por exclusão atingiu 2,10%, taxa inferior tanto à verificada no ano passado (2,30%) quanto à própria inflação plena (2,32%) neste ano. Por sua vez, na mesma base de comparação, os núcleos por médias aparadas com e sem suavização, no acumulado do ano até julho, também se posicionam abaixo da inflação plena, nos patamares de 2,06% e de 1,81%, respectivamente, frente às taxas de 3,05% e de 2,04% observadas em 2006. Para o período de doze meses até julho, assim como ocorre com a inflação plena, os núcleos se encontram abaixo do valor central de 4,50% para a meta. De fato, o núcleo por exclusão e os núcleos por médias aparadas com e sem suavização alcançaram 3,36%, 3,63% e 2,53%, ante valores de 3,85%, 5,53% e 4,04% verificados no mesmo mês de 2006. Assim como para o índice cheio, as medidas de núcleo do IPCA-15 de agosto sugerem aceleração e maior disseminação do processo inflacionário.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) situou-se em 1,39% em agosto, ante 0,37% em julho, e em 3,24% nos oito primeiros meses de 2007, ante 1,87% em igual período do ano passado. Em doze meses até agosto, a aceleração foi mais acentuada, com a variação dos preços passando de 2,78% em 2006 para 5,19% neste ano. Isso foi reflexo de movimentos similares do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), cuja variação passou de 2,40% para 4,47%, e do Índice de Preços no

Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), cuja inflação passou de 2,56% para 5,49%. Por sua vez, embora posicionada em patamares mais elevados, a inflação medida pela variação do Índice Nacional da Construção Civil (INCC) mostrou estabilidade (5,05% neste ano, frente a 5,23% no ano passado). No que se refere aos preços no atacado, destaque-se o forte aumento dos preços dos itens agrícolas, que resultou em variação de 14,87% do IPA agrícola em doze meses até agosto, ante uma deflação de 2,42% em agosto de 2006. Por sua vez, os preços dos itens industriais apresentaram comportamento benigno nesse período, com elevação de 2,65%, ante 4,17% em agosto do ano passado. Entretanto, há sinais, na margem, de aceleração da inflação de preços de produtos industriais no atacado. Conforme destacado nas Notas de reuniões anteriores do Copom, os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. A média móvel trimestral da série de produção industrial, segundo dados dessazonalizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), cresceu 0,6% em julho, continuando trajetória de expansão robusta, ainda que relativamente menos intensa que em junho. Ainda considerando-se a série dessazonalizada, a produção física da indústria mostrou recuo de 0,4% em julho, frente ao mês anterior. Não obstante, quando a comparação é feita com o mês equivalente do ano passado, registra-se expansão de 6,8%. Além disso, note-se que o crescimento acumulado no ano até julho alcançou 5,1% e, em doze meses, 4,2%. A retração observada em julho, contra junho, deveu-se exclusivamente ao desempenho da indústria de transformação, com recuo de 0,7%, haja vista que na indústria extrativa mineral houve expansão de 1,0%. Em doze meses até julho, a produção da indústria de transformação avançou 4,0%, enquanto na extrativa mineral o incremento foi de 6,1%. Para agosto, os escassos indicadores antecedentes e coincidentes da produção industrial disponíveis não são inconsistentes com a continuidade do ciclo de expansão da indústria, que de resto será favorecida pelos diversos fatores de estímulo que atuam sobre a atividade econômica, inclusive a flexibilização monetária já realizada.

5. Entre as categorias de uso, somente o setor de bens duráveis apresentou crescimento em julho (0,8%), na comparação mês a mês, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, ao passo que o maior recuo ocorreu na produção de bens de consumo semi e não duráveis (3,3%). Por outro lado, no acumulado do ano, destaque-se o forte crescimento (17,0%) da produção de bens de capital, assim como a expansão de 5,9% da produção de bens de consumo duráveis. Em particular, o dinamismo da produção de duráveis em grande parte reflete a substancial melhora nas condições de crédito que a economia vem experimentando, quando comparadas aos padrões históricos. Já no caso da produção de bens de capital, a expansão acelerada decorre da consolidação das perspectivas favoráveis de continuidade do crescimento da demanda interna, a qual tem refletido não apenas a melhora do nível de renda e a ampliação do volume de crédito, mas a percepção de maior estabilidade macroeconômica.

6. O mercado de trabalho continua apresentando desempenho bastante positivo. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) diminuiu novamente em julho e situou-se em 9,5%. Comparativamente a igual mês de 2006, recuou 1,2 p.p. em julho, a sexta queda seguida nessa base de comparação, de modo que a média da taxa de desemprego, nos sete primeiros meses de 2007, mostra-se 0,4 p.p. abaixo da verificada no mesmo período do ano anterior. O poder de compra dos trabalhadores, por sua vez, diminuiu em 1,2% em julho em relação a junho. Contudo, em relação ao mesmo período do ano passado, o poder de compra aumentou 2,5%, e no acumulado deste ano até julho, 4,2%. Em consequência, a massa salarial real aumentou 7,2% nos primeiros sete meses do ano, frente ao mesmo período de 2006, constituindo-se em um dos fatores-chave para o crescimento sustentado da demanda agregada. No que se refere especificamente ao emprego na indústria de transformação, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI) dessazonalizados pelo Banco Central, em julho houve crescimento de 0,3% em relação a junho e de 3,7% frente ao mesmo mês do ano passado. Com relação ao emprego formal celetista, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam continuidade do forte processo de

expansão. Com efeito, em julho houve crescimento de 0,3% do número de postos de trabalho, com relação ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, o que fez a expansão alcançar 4,9% nos sete primeiros meses de 2007, bem como em doze meses. Os destaques, em 2007, são o crescimento do emprego na indústria da construção civil (6,8%) e no comércio (6,0%). Os supracitados números estão associados à criação de 1,2 milhão de postos celetistas em 2007 e de 1,4 milhão nos últimos doze meses.

7. Em linha com a evolução positiva do mercado de trabalho, e com a expansão do crédito, o comércio varejista continua registrando desempenho favorável. De fato, em junho, o volume de vendas cresceu 0,4% comparativamente ao mês anterior, na série dessazonalizada pelo IBGE, sexto incremento nessa base de comparação. No confronto com igual mês do ano passado, o aumento situou-se em 11,8%. No primeiro semestre, a expansão das vendas atingiu 9,9%, ante mesmo período do ano anterior e em doze meses, 8,2%. Entre os segmentos que mais se destacaram, encontram-se o de tecidos, vestuário e calçados e de móveis e eletrodomésticos, respectivamente, com expansão de 16,6% e de 16,2%, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Esses desenvolvimentos reforçam avaliação constante de Notas de reuniões anteriores, no sentido de que tanto a expansão da renda quanto a maior facilidade de acesso ao crédito contribuem de forma decisiva para sustentar a demanda doméstica. De fato, no comércio varejista ampliado, conceito que incorpora a comercialização de veículos, motos, partes e peças e de material de construção ao varejo geral, observou-se crescimento de 17,4% no volume de vendas na comparação com junho de 2006, em linha com o desempenho observado nos últimos meses. Para os próximos trimestres, as perspectivas são de fortalecimento das atividades de comércio varejista, que continuará a ser impulsionado pela expansão dos níveis de emprego e da renda, bem como do crédito, aliados à própria recuperação da confiança do consumidor, que até o momento não parece ter sido abalada pelo aumento da volatilidade observado nos mercados financeiros.

8. A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) na indústria de transformação situou-se em 82,4% em julho, 0,3 p.p. acima do nível observado em junho,

o qual, por sua vez, havia recuado 0,3 p.p. frente a maio, de acordo com a série da CNI dessazonalizada pelo Banco Central. Dessa forma, o grau de utilização em julho praticamente volta ao patamar observado em maio, isto é, ao ponto de máximo da série. Na comparação com o mesmo mês do ano passado, o nível de julho situou-se 2,0 p.p. acima do patamar vigente em 2006. Nessa métrica, julho registrou a décima segunda expansão consecutiva. Nos primeiros sete meses do ano, a taxa média de utilização da capacidade foi 1,8 p.p. superior à observada em igual período de 2006, diferença que alcança 1,2 p.p. quando a comparação é feita em relação a 2005 e a 2004. O aumento do grau de utilização da capacidade instalada, para níveis historicamente elevados, reflete inequivocamente a aceleração da atividade econômica, e ocorre apesar da expansão do volume de investimentos na economia. De fato, no ano, até julho, a absorção de bens de capital apresentou sólido crescimento (17,2%), o que reflete o aumento expressivo das importações (30,3% em volume) e da produção de bens de capital (17,0%). Note-se, ainda, que a produção de insumos para a construção civil aumentou 4,1%. Os dados mais recentes sugerem que o investimento tem contribuído para retardar a elevação das taxas de utilização da capacidade, mas tem sido insuficiente para evitar que estas se mantenham em níveis historicamente elevados, os quais no passado coincidiram com períodos de aceleração inflacionária. Tendo em vista o comportamento recente das taxas de utilização da capacidade, a continuidade da expansão e a maturação tempestiva de projetos de investimento serão fundamentais para evitar descompassos relevantes no que se refere à evolução da oferta e da demanda agregada. Como ressaltado em Notas anteriores 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. Ainda que com certo arrefecimento na margem, a balança comercial continua apresentando desempenho robusto, o que corrobora avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom, sobre mudanças estruturais importantes no comércio exterior brasileiro. O saldo acumulado até agosto totalizou US\$27,5 bilhões,

cifra 7,5% inferior à verificada no mesmo período do ano anterior. Esse resultado adveio de exportações no valor de US\$102,4 bilhões e de importações de US\$74,9 bilhões, com crescimento, respectivamente, de 15,9% e de 27,8%, na mesma base de comparação. Como observado em Notas de reuniões anteriores, as importações vêm crescendo em ritmo mais acelerado do que as exportações, em função tanto do fortalecimento do real como, principalmente, do maior nível de atividade econômica no País. Por outro lado, os reflexos da crise no mercado imobiliário norte-americano sobre a atividade econômica global podem no futuro determinar alguma desaceleração no crescimento do valor das exportações. De qualquer maneira, esses dois movimentos sinalizam um processo de ajustamento da balança comercial, em função das mudanças estruturais importantes registradas no passado recente.

10. Os mercados financeiros internacionais entraram em um período de significativa turbulência desde a última reunião do Copom. Cresceu a percepção de que investimentos em ativos originados no setor imobiliário norte-americano teriam ocasionado perdas, de extensão e distribuição até o momento não inteiramente conhecidas, em instituições financeiras de economias maduras. Essa situação de considerável incerteza acarretou o surgimento de problemas de liquidez nos mercados interbancários. Os bancos centrais, particularmente na Europa e nos Estados Unidos (EUA), reagiram prontamente, elevando a provisão de liquidez e facilitando o recurso às operações de redesconto. Entretanto, essas economias continuam convivendo com problemas de assimetria no acesso ao crédito interbancário, ainda que de forma atenuada frente ao que se observou em meados de agosto. Esses desenvolvimentos tiveram impacto importante sobre as perspectivas para a política monetária em economias maduras, geralmente no sentido de limitar, pelo menos no curto prazo, o escopo para ações contracionistas. Em particular, a probabilidade de aperto monetário adicional nos EUA parece ter se reduzido de forma bastante considerável, não apenas por causa dos problemas de liquidez interbancária, mas porque, mesmo considerando que parte do ajuste da atividade nos EUA em resposta à crise no mercado hipotecário possa já ter ocorrido, aumentou a possibilidade de que os efeitos colaterais das dificuldades do setor

imobiliário sobre o setor financeiro e a confiança do consumidor ensejem uma desaceleração econômica mais forte. Na Europa e nas grandes economias asiáticas, a atividade econômica se apresenta mais robusta, ainda que com certo arrefecimento no Japão. Entretanto, esse cenário de atividade global vigorosa pode sofrer reflexos negativos da crise norte-americana. Não obstante, a economia brasileira continua dando sinais de solidez e de maior resistência à turbulência nos mercados internacionais, que até o momento não parece ter impactado de forma significativa a inflação e a atividade econômica doméstica, evidência inequívoca dos benefícios oriundos da acentuada melhora em sua solvência externa ao longo dos últimos anos. É forçoso reconhecer, porém, que o cenário externo se tornou mais incerto do que se apresentava na reunião anterior do Copom, e que as mudanças de sentimento e o aumento de percepção de risco devem ser monitorados de perto.

11. O preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, permanece elevado e segue mostrando acentuada volatilidade, refletindo não apenas mudanças estruturais no mercado energético mundial, mas também episódios recorrentes de incerteza geopolítica. A despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória futura dos preços do petróleo, permanece plausível o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina inalterados em 2007. A volatilidade dos preços de outras commodities também tem sido relativamente elevada nas últimas semanas, reflexo do aumento da incerteza sobre as perspectivas para o crescimento da demanda mundial, bem como da turbulência nos mercados financeiros globais.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

12. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível. 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%, para o acumulado de 2007;

b) As projeções de reajustes das tarifas de eletricidade e de telefonia fixa para o acumulado de 2007 foram modificadas ante as previstas para a reunião de julho, com os reajustes projetados agora se situando, respectivamente, em -4,4% e em 2,8%;

c) O Copom manteve a projeção de reajuste para o conjunto de preços administrados para o acumulado de 2007 em 3,2%. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 30,91% do total do IPCA de julho;

d) A projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2008 permaneceu em 4,5%, mesmo valor considerado na reunião do Copom de julho. Essa projeção baseia-se no modelo de determinação endógena de preços administrados, que considera componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP); e

e) O modelo VAR, baseado nos níveis da taxa Selic e do swap de 180 dias, estima um spread, no cenário de referência de 5 p.b. no quarto trimestre de 2007. A trajetória do swap indica, ainda, que o spread atinge 74 p.b. no último trimestre de 2008. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis.

13. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta o cumprimento da meta de superávit primário de 3,8% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2007 e em 2008, ajustada pela possibilidade de que esse percentual seja reduzido em até 0,45 p.p., em virtude da implementação do Programa Piloto de Investimentos (PPI). As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

14. Desde a reunião de julho do Copom, houve incremento na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2007, que passou de 3,7% para 3,92%. Essa elevação deve-se à incorporação da inflação de julho e ao aumento das expectativas de inflação para os demais meses do terceiro trimestre de 2007. As expectativas

para doze meses à frente deslocaram-se de 3,5% para 3,87%, levando-se em conta a composição das medianas das taxas mensais esperadas pelos analistas. Para 2008, as expectativas de inflação permaneceram em 4%. Esses desenvolvimentos continuam sugerindo a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável.

15. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$1,95 e da taxa Selic em 11,5%, em todo o horizonte de previsão, a projeção para o IPCA em 2007 elevou-se marcadamente em relação ao valor considerado na reunião do Copom de julho, mas permaneceu posicionada abaixo do valor central de 4,5% para a meta deste ano, fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros apuradas pela Gerin, junto a analistas, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2007 também foi maior que a considerada na reunião do Copom de julho; entretanto, ainda se posicionou abaixo do valor central de 4,5% para a meta de inflação. No que diz respeito ao próximo ano, a projeção do cenário de referência foi sensivelmente maior que o valor previsto na reunião de julho, e a projeção do cenário de mercado sofreu redução. Essas projeções, em ambos os cenários, permanecem abaixo do valor central de 4,5 para a meta de 2008.

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 indicam que o ritmo de expansão da demanda pode elevar a probabilidade de observarmos pressões significativas sobre a inflação no curto prazo. A expansão do investimento e o crescimento das importações, entretanto, têm contribuído para retardar esse processo, complementando a produção doméstica e assim permitindo que os efeitos inflacionários do crescimento sustentado da demanda agregada continuem sendo moderados. Além disso, a despeito

da maior incerteza sobre a continuidade do rápido crescimento da economia internacional observado nos últimos anos e do forte aumento da volatilidade que caracterizou os mercados globais desde a reunião anterior do Copom, as perspectivas de financiamento externo para a economia brasileira no horizonte de projeção sugerem, com as informações disponíveis no momento, que o balanço de pagamentos não deve apresentar risco iminente para o cenário inflacionário. Dessa forma, ainda que cercadas de maior incerteza, as perspectivas para a inflação permanecem consistentes com a trajetória de metas. Tal como nas reuniões recentes, 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. O Copom avalia que se elevou a probabilidade de que a emergência de pressões inflacionárias inicialmente localizadas venha a apresentar riscos para a trajetória de inflação doméstica, uma vez que o aquecimento da demanda pode ensejar aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. Adicionalmente, cabe notar que o aquecimento da demanda doméstica pode desencadear pressões inflacionárias no setor não transacionável. O Comitê observa também que a elevação das expectativas de inflação para 2007 e para os próximos doze meses, ainda que para níveis inferiores à meta estabelecida para 2007 e 2008, é processo que deve ser monitorado com atenção. Nesse contexto, o Copom continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes. Para tanto, continuará acompanhando atentamente a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, discriminando entre reajustes pontuais e reajustes persistentes ou generalizados de preços e adequando prontamente a postura de política monetária às circunstâncias.

18. A manutenção de taxas de inflação consistentes com a trajetória de metas e a resultante consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura contribuirão para a continuidade 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 considera que a persistência de uma atuação cautelosa da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação siga evoluindo segundo a trajetória de metas. Para que essa maior probabilidade continue se traduzindo em resultados concretos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação, em particular a evolução esperada da demanda e oferta agregadas, continuem apresentando elementos compatíveis com o cenário benigno que têm se configurado nos últimos trimestres.

19. O Copom considera relevante ressaltar, mais uma vez, 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 825 p.b., sendo que parcela substancial da redução ocorreu nos últimos nove meses. Assim, parte importante dos efeitos dos cortes de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, e tampouco os efeitos da atividade sobre a inflação tiveram tempo de se materializar. Dessa forma, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve concentrar-se, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação e nos riscos a ele associados, em vez de privilegiar os valores correntes observados para essa variável.

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, a despeito da própria aceleração da inflação corrente e de certa elevação das taxas de juros de mercado. Como mencionado em Notas de reuniões recentes do Copom, a esses fatores de sustentação da demanda devem ser acrescidos os efeitos da expansão das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais esperados para os próximos trimestres deste ano e para 2008. Dessa forma, os efeitos defasados dos cortes de juros sobre uma demanda agregada que já cresce a taxas robustas se somarão a outros fatores que continuarão contribuindo de maneira importante para a sua expansão. Essas considerações se tornam ainda mais relevantes quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda aquecida e o fato de que as decisões de política monetária terão

efeitos bastante limitados sobre 2007, e passarão a ter impacto predominantemente sobre 2008.

21. O ritmo de expansão da demanda doméstica, que deve continuar sendo sustentada, entre outros fatores, pelo impulso derivado do relaxamento da política monetária implementado neste ano, continua podendo colocar riscos não desprezíveis para a dinâmica inflacionária. Por outro lado, os últimos desdobramentos sugerem que a contribuição do setor externo para consolidar um cenário inflacionário benigno pode estar se tornando menos efetiva.

22. Visando consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, o Copom tem optado por uma estratégia que procura evitar uma trajetória inflacionária volátil. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e tem se mostrado a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação da política monetária. Daí a importância atribuída às projeções de inflação e, especialmente, à ação preventiva no processo decisório do Comitê. Nesse contexto, o Copom considerou a opção de manter a taxa básica de juros inalterada.

23. Apesar de entender que diversos fatores respaldariam a decisão de manter a taxa de juros inalterada já nessa reunião, o Comitê avaliou o cenário macroeconômico e considerou que, neste momento, o balanço dos riscos para a trajetória prospectiva da inflação ainda justificaria estímulo monetário adicional. Dessa forma, o comitê decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés. O Comitê irá monitorar atentamente a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

24. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores futuros projetados para a inflação, e analisa diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços e o balanço dos riscos associado às suas projeções. A demanda doméstica continua se expandindo a taxas robustas e sustenta a recuperação da atividade econômica, inclusive em setores pouco expostos à competição externa, quando os efeitos de importantes

fatores de estímulo, como a flexibilização monetária já implementada, ainda estão por se fazer sentir em sua plenitude. Por sua vez, ainda que aparentemente não constitua risco iminente para as perspectivas de inflação, a contribuição do setor externo para um cenário inflacionário benigno pode estar se tornando menos efetiva. 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.

25. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltaria a se reunir em 16 de outubro de 2007, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 15.011, de 31/10/2006.

Sumário dos dados analisados pelo Copom

Inflação

26. O IPCA-15 variou 0,42% em agosto, ante 0,24% em julho e 0,29% em junho, e acumulou alta de 2,85% no ano e de 3,95% em doze meses. Os preços do grupo alimentação e bebidas aumentaram 1,61%, ante 1,27% em julho, respondendo por 0,34 p.p. do resultado do período, principalmente pelas maiores altas nos preços de leite e derivados, e de bovinos. Os preços dos alimentos in natura recuaram novamente em agosto, seguindo o padrão delineado desde maio. O aumento médio de 1,02% nas tarifas de telefone fixo contribuiu com 0,04 p.p. para a alta do IPCA-15. Por sua vez, energia elétrica, gasolina e álcool foram itens cujos preços recuaram em agosto e influenciaram em conjunto o IPCA-15 de agosto com -0,14 p.p.

27. A variação dos preços livres aumentou de 0,35% em julho para 0,66% em agosto, enquanto a dos preços monitorados recuou de -0,01% para -0,12%. Em doze meses, os preços livres acumularam crescimento de 4,72%, e os preços monitorados, 2,25%. Entre os livres, os preços dos produtos não comercializáveis aumentaram 4,88% e os preços dos produtos comercializáveis, 4,56%.

28. As diversas medidas de núcleo de inflação, calculadas a partir da desagregação do IPCA-15, mostraram elevação em agosto, tanto na variação mensal como em doze meses. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização registrou taxa de 0,34% ante 0,21% em julho. No acumulado em doze meses, a variação passou de 3,52% para 3,60%. Pelo critério de médias aparadas sem suavização, o indicador variou 0,37% em agosto, ante 0,15% em julho, e acumulou 2,76% em doze meses. A taxa do núcleo por exclusão de preços monitorados e dos alimentos no domicílio passou de 0,1% em julho para 0,26% em agosto, tendo alcançado variação de 3,38% em doze meses.

29. O IGP-DI variou 1,39% em agosto ante 0,37% em julho, maior taxa desde junho de 2004. Em doze meses, o IGP-DI acumula 5,19% (ante 4,17% em 12 meses até julho). Os aumentos de preços dos produtos no atacado foram os responsáveis pela aceleração do IGP-DI devido, principalmente, à maior elevação dos preços agrícolas. O IPA-DI variou 1,96%, ante 0,42% em julho, e acumula 5,49% em doze meses e 4,02% até julho. Os produtos agrícolas elevaram-se 6,15% ante 1,79% em julho e os industriais, 0,61% ante -0,01%.

Atividade econômica

30. De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas no segmento varejista do País registrou alta de 0,4% em junho, em relação ao mês anterior, considerados dados dessazonalizados. Todas as atividades que compõem o indicador geral mostraram expansão das vendas na comparação mensal, com destaque para móveis e eletrodomésticos, com elevação de 1,2%. O item veículos e motos, partes e peças, que não integra o indicador de comércio varejista geral, registrou crescimento de 4,2% no mês. Regionalmente, 15 das 27 unidades da Federação obtiveram resultados positivos no período.

31. Em relação ao volume de vendas de junho de 2006, observou-se crescimento de 11,8% no comércio varejista. Esse resultado decorreu dos acréscimos observados em todos os segmentos nessa base de comparação, principalmente em tecidos, vestuário e calçados, 16,6%, e móveis e eletrodomésticos, 16,2%. No indicador do comércio

varejista ampliado, que inclui as atividades veículos, motos, partes e peças, e material de construção, a alta atingiu 17,4%, com destaque para a expansão de 31,8% no segmento automotivo.

32. O desempenho das vendas no varejo tem refletido a continuidade do crescimento da massa salarial, as melhores condições de crédito, os impactos dos programas assistenciais, além dos efeitos da recuperação do setor agrícola. No primeiro semestre de 2007, a expansão do volume de vendas do comércio varejista atingiu 9,9%, relativamente a igual período de 2006, enquanto no comércio varejista ampliado a elevação alcançou 13,6%. Os destaques no semestre foram os aumentos de 22,8% nas vendas de veículos e de 16,5% em móveis e eletrodomésticos. Regionalmente, todas as unidades da Federação registraram crescimento no volume do comércio varejista nessa base de comparação, e os maiores acréscimos foram observados nas regiões Nordeste e Norte, sobretudo pelo maior impacto dos programas assistenciais do Governo Federal nessas regiões.

33. Segundo dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista e dessazonalizados pelo Banco Central, as consultas ao Usecheque e ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) recuaram 0,8% e 0,2%, respectivamente, em agosto deste ano, comparativamente a julho. Em relação a agosto do ano anterior, as consultas cresceram 5,5% e 5,9%, na mesma ordem.

34. Em relação aos indicadores de investimento, a produção de insumos da construção civil recuou 0,2% em julho, relativamente ao mês anterior, e a produção doméstica de bens de capital recuou 1,3%, segundo dados dessazonalizados. A retração da produção mensal de bens de capital não deve ser interpretada como uma alteração da tendência, haja vista a intensidade da expansão nesse ciclo, evidenciada pelas taxas de crescimento de 17% nos primeiros sete meses do ano e de 12,3% nos últimos doze meses. Nos primeiros sete meses do ano, relativamente a igual período de 2006, a produção de bens de capital tipicamente industrializados cresceu 19,7%; energia elétrica, 18,7%; para uso misto, 15%; e construção, 13,6%. A produção de bens de capital para a agricultura expandiu 35,3% nos primeiros sete meses, enquanto a produção acumulada em

doze meses aumentou de 7,5% em junho para 14,6% em julho, o que confirmou o bom desempenho nos últimos meses.

35. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção da indústria brasileira, na série com ajuste sazonal, caiu 0,4% em julho, comparativamente ao mês anterior, e interrompeu alta de nove meses consecutivos. Na média móvel trimestral, também na série dessazonalizada, a produção registrou alta de 0,6%, o que corresponde ao décimo terceiro mês consecutivo de expansão. Em relação a julho de 2006, a atividade industrial registrou alta de 6,8%, acumulando 5,1% nos sete primeiros meses e 4,2% em doze meses.

36. Entre as categorias de uso, a produção de bens de consumo duráveis registrou alta de 0,8%. As demais categorias registraram quedas, como segue: bens de consumo semi e não duráveis (-3,3%), bens de capital (-1,3%) e bens intermediários (-0,1%). No ano, os índices mostram crescimento de 17% na produção de bens de capital, que sustenta expansão de dois dígitos desde o início de 2007. Para as demais categorias, os resultados foram: bens de consumo duráveis (5,9%), bens intermediários (4,2%) e bens de consumo semi e não duráveis (3%).

37. Na desagregação por atividade, o crescimento de 5,1% da indústria geral, no acumulado do ano, reflete o aumento em 22 das 27 atividades. A fabricação de máquinas e equipamentos (17,4%) mantém a liderança em termos de impacto sobre o índice geral, seguida por veículos automotores (10,3%). Outras contribuições positivas relevantes vieram da metalurgia básica (7,6%) e de outros produtos químicos (6,3%). Dentre as cinco atividades em queda, destaca-se material eletrônico e equipamentos de comunicações (-7,4%).

38. No setor industrial, conforme estatísticas da CNI, dessazonalizadas pelo Banco Central, observou-se aumento de 0,7% nas horas trabalhadas na produção e de 3,7% nas vendas industriais reais em julho, comparativamente às do mês anterior. No ano, esses indicadores registraram, respectivamente, elevações de 4,7% e de 6,5%, comparativamente aos correspondentes no mesmo período de 2006. O nível de UCI atingiu 82,4% em julho, ante 82,1%

em junho, após ajuste sazonal. Se considerarmos os dados observados, o nível de utilização atingiu 82,5% no mês, 0,1 p.p. acima do patamar de julho de 2006.

39. A produção de autoveículos atingiu 268,2 mil unidades em julho, novo recorde mensal, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea). O total produzido aumentou 7,6% em relação ao mês anterior, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central, e 20,3% em relação ao mesmo mês de 2006. Se considerarmos a série dessazonalizada, as vendas internas cresceram 3%, e as externas 26,7%, respectivamente, em julho. Comparativamente às estatísticas dos primeiros sete meses de 2006, a produção de autoveículos cresceu 8,4% em 2007, e as vendas internas, 21,6%, enquanto as exportações diminuíram 8%. Ainda segundo a Anfavea, a produção de máquinas agrícolas aumentou 26,5%, no mesmo período de comparação, e a de caminhões, 23,4%, reflexo da recuperação do setor agrícola na atual safra e do aumento dos investimentos.

40. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) realizado em julho pelo IBGE apontou acréscimo de 14% na estimativa para a safra de grãos do ano agrícola 2006/2007 em relação à safra do ano anterior. A produção nacional de grãos (cereais, leguminosas e oleaginosas) deverá atingir 133,4 milhões de toneladas, em decorrência das boas condições atmosféricas e do incentivo à produção advindo da elevação dos preços dos produtos agrícolas no mercado internacional. Nesse levantamento, destacaram-se os aumentos previstos nas produções de trigo (60,6%), caroço de algodão (30,5%), milho (21,3%) e soja (11,2%), além da queda de 4% na produção de arroz. Se considerarmos outros produtos agrícolas, além de cereais, o LSPA apontou recuo de 15,1% na produção de café, sobretudo pela bianualidade negativa da safra, e crescimento de 12,7% na produção de cana-de-açúcar, refletindo expansão de 10,4% na área plantada motivada pelo interesse crescente na produção do álcool combustível.

Expectativas e sondagens

41. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) registrou

elevação de 0,2% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em agosto, comparativamente ao mês anterior. Entre os dois componentes do ICC, o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC) registrou alta de 2,3%, enquanto o Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) recuou 2,5%. Em agosto, pelo oitavo mês consecutivo, o Icea manteve-se acima do IEC. Em relação aos índices de agosto de 2006, o ICC e o Icea aumentaram 1,6% e 14%, respectivamente, enquanto o IEC diminuiu 5,7%.

42. De acordo com a Sondagem de Expectativas do Consumidor da Fundação Getúlio Vargas (FGV), que abrange cerca de dois mil domicílios em sete das principais capitais do País, o ICC subiu 1% em agosto, em relação ao do mês anterior, resultado que decorreu dos acréscimos de 1,3% nas avaliações sobre a situação presente e de 0,8% nas expectativas em relação aos próximos seis meses. Em relação ao ICC de agosto de 2006, houve aumento de 6,5%, principalmente pelo crescimento de 9,9% no índice sobre a situação presente.

43. Ainda segundo a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) passou de 121,7 em julho para 121,8 em agosto de 2007 e atingiu novo patamar recorde da série iniciada em abril de 1995. O ICI cresceu 14,2% em relação ao de agosto de 2006 e acumulou expansão de 11,7% de janeiro a agosto de 2007, relativamente a igual período de 2006. Dos quesitos integrantes do ICI relacionados à situação presente, destaque-se que, pela primeira vez desde abril de 1995, a proporção das empresas que avaliam o nível de estoques como insuficientes superou a de empresas com estoques excessivos. O nível de UCI situou-se em 85% em agosto deste ano, ante 83,6% no mesmo mês de 2006.

44. Segundo a Sondagem da Indústria de Transformação – Quesitos Especiais realizada pela FGV, em julho, 38% das empresas consultadas afirmaram ter investido mais em capital fixo no primeiro semestre de 2007 do que no semestre anterior, enquanto 21% responderam ter investido menos. Como na Sondagem realizada em abril as previsões de investimento para esse período de comparação apontavam percentuais de 34% e 21%, respectivamente, a pesquisa aponta aceleração dos investimentos no segundo trimestre do ano. Para

o segundo semestre de 2007, 42% das empresas mantêm a previsão de aumento dos investimentos, enquanto 19% pretendem investir menos. Nos setores de bens de capital e de materiais de construção há um certo arrefecimento nas intenções de investimento, enquanto entre empresas produtoras de bens intermediários permanece o ímpeto para investir.

Mercado de trabalho

45. Segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram abertos 127 mil postos de trabalho formais em julho. No ano, até julho, foram gerados 1.222,5 mil empregos, 13,4% a mais que no mesmo período de 2006. Essas contratações elevaram o nível de emprego em 4,9% no período, relativamente aos primeiros sete meses de 2006, com expansão em todos os grandes setores de atividade econômica, com destaque para os acréscimos de 6,8% no emprego na construção civil e de 6% no comércio. Após a dessazonalização da série, o índice de emprego em julho apresentou elevação de 0,3% sobre junho e também registrou acréscimos em todos os setores.

46. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto atingiu 9,5% da População Economicamente Ativa (PEA) em julho de 2007, ante 9,7% no mês anterior. O recuo da taxa de desemprego refletiu o acréscimo de 0,2% no número de trabalhadores ocupados e a estabilidade da PEA em julho. Se considerarmos o pessoal ocupado no setor privado, houve aumento de 0,7% no mês, decorrente da expansão de 1,2% no número de empregados com carteira, uma vez que o número de empregados sem carteira de trabalho assinada recuou 0,9%. Por posição na ocupação, destacaram-se os recuos de 2,4% no número de empregadores e de 1,2% no de trabalhadores por conta própria. No ano, até julho, o aumento médio do número de trabalhadores ocupados atingiu 2,9%, principalmente pelos acréscimos de 4,2% no número de empregados com carteira e de 5,3% no número de trabalhadores por conta própria.

47. De acordo com a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas situou-se em R\$1.108,30 em julho, com queda de 1,2% em

relação ao observado em junho. Na comparação com o valor de julho de 2006, o rendimento médio real registrou alta de 2,5%, e no ano, até julho, a expansão atingiu 4,2%. A massa salarial real recuou 1% no mês, mas registrou acréscimos de 5,6% em relação à de julho de 2006, e de 7,2% no ano.

48. Segundo estatísticas da CNI dessazonalizadas pelo Banco Central, o contingente de pessoal empregado na indústria aumentou 0,1% em junho, em relação ao mês anterior. No primeiro semestre de 2007, observaram-se acréscimos de 3,4% no pessoal empregado e de 4,8% na massa salarial real paga pelo setor industrial.

49. Segundo o Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Sócio-Econômicos (Dieese) foram realizadas 280 negociações salariais em todo o País no primeiro semestre de 2007, registrando-se os melhores resultados para os trabalhadores desde o início desse tipo de estudo em 1996. Em cerca de 87,5% das negociações, ocorreram ganhos acima da variação acumulada do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) em cada data-base e, em 9,6% das negociações os reajustes acompanharam a evolução do índice. Destaque-se que as negociações de reajustes salariais têm sido favorecidas pelo cenário de crescimento econômico com inflação baixa e controlada, o que possibilita a recomposição imediata e integral da inflação passada, juntamente com o aumento real decorrente de ganhos de produtividade.

Crédito e inadimplência

50. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro registrou aumento de 1,7% em julho e acumulou crescimentos de 11% no ano e de 21,5% em doze meses. As operações com recursos direcionados evoluíram 0,6% no mês e 13,8% em doze meses, enquanto as realizadas com recursos livres registraram acréscimos de 2,2% e de 25,1%, na mesma ordem. Nas operações de crédito com recursos livres continuaram em destaque os acréscimos em doze meses nos saldos das operações de leasing, sendo de 74,8% nas contratadas com pessoas físicas e de 63,1% com pessoas jurídicas. Entre as operações com recursos direcionados, as maiores expansões em doze meses estão registradas nos créditos destinados à habitação, 22%, e ao setor rural,

21,1%. Se considerarmos as operações de crédito por atividade econômica, o saldo dos empréstimos para a indústria cresceu 2,5% no mês e 22,1% em doze meses, enquanto os empréstimos ao comércio apresentaram elevação de 0,8% em julho e de 17,5% em doze meses.

51. A taxa média ativa de juros incidente sobre as operações de crédito referencial atingiu 35,9% a.a. em julho, a menor da série histórica, e situou-se 6,3 p.p. abaixo da verificada em julho de 2006. Nas operações com pessoas físicas, a taxa média de juros atingiu 47% a.a., ante 54,3% a.a. no mesmo mês de 2006. Nos empréstimos contratados com as pessoas jurídicas, a taxa média de juros registrou redução de 5,3 p.p. em doze meses e atingiu 23% a.a.

52. O prazo médio das operações de crédito referencial realizadas com pessoas físicas atingiu 407 dias corridos em julho, ante 341 no mesmo mês de 2006. Na carteira de crédito pessoal, o prazo médio situou-se em 434 dias, com alongamento de 87 dias na comparação interanual, reflexo do peso crescente do crédito consignado nessa carteira. Adicionalmente, ressaltou-se a ampliação do prazo médio das operações para aquisição de veículos, que se elevou de 515 dias para 567 dias nos últimos doze meses.

53. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial correspondente a atrasos superiores a noventa dias alcançou 4,7% em julho, permaneceu estável no mês e baixou 0,1 p.p. em relação à de julho de 2006. Por segmentos, a taxa relativa às pessoas jurídicas situou-se em 2,4%, após recuar 0,1 p.p. no mês, e manteve-se estável em doze meses. Nas operações com pessoas físicas, a taxa de inadimplência permaneceu em 7,1% em julho, 0,4 p.p. abaixo da verificada no mesmo mês de 2006.

54. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, atingiu 4,5% em julho, ante 3,9% no mesmo mês do ano anterior e 5,3% na média de 2006.

Ambiente externo

55. A economia global continuou a expandir-se na primeira metade de 2007, segundo dados divulgados

recentemente. A economia norte-americana retomou a expansão no segundo trimestre, quando registrou crescimento anualizado de 4%. As economias da Área do Euro e do Japão mantiveram a tendência de crescimento, com sinais de que as respectivas demandas domésticas tenham assumido função mais significativa nesse movimento. As economias emergentes, lideradas pelo rápido crescimento da China, da Índia e da Rússia, continuaram a expandir-se de forma robusta, favorecidas pela ampla liquidez e preços de commodities em alta.

56. A crise desencadeada pelo mercado imobiliário americano de hipotecas de segunda linha, as chamadas subprime, em meados de julho, afetou o mercado de crédito e outras classes de ativos, generalizou a aversão ao risco e diminuiu a liquidez no mercado internacional. Como consequência, o cenário passou a ser de alta volatilidade, com quedas expressivas e desmonte de posições nos mercados bursáteis, empoçamento da liquidez mundial e recuos pontuais nos preços da energia e das commodities. Nesse momento, os principais bancos centrais foram levados a fazer, por meio de operações de mercado aberto, vultosas inversões de curto prazo, de sorte a manter suas taxas básicas próximas daquelas estabelecidas pelas metas.

57. Persiste, ainda, muita incerteza nos mercados, e não se sabe quanto tempo será necessário para que seja dissipada. As preocupações com o subprime e com temas mais abrangentes do setor de crédito nos EUA continuarão no centro desse problema. Existe ainda a incerteza normal relacionada aos indicadores econômicos e aos próximos passos dos bancos centrais, que manterá os mercados voláteis até que haja clareza suficiente, particularmente em relação aos problemas financeiros causados pelo subprime. Há relativo consenso de que a crise do mercado imobiliário de hipotecas de segunda linha irá atingir o setor real da economia norte-americana e afetar o crescimento do país, mas os reflexos sobre a economia mundial tendem a ser menores.

Comércio exterior e reservas internacionais

58. No período de janeiro a agosto deste ano, o comércio exterior brasileiro manteve-se em expansão, e registrou valores recordes tanto nas exportações

quanto nas importações. O superávit comercial atingiu US\$27,5 bilhões no período, acúmulo de US\$44,2 bilhões em doze meses, enquanto a corrente de comércio totalizou US\$177,4 bilhões e US\$259,5 bilhões, respectivamente.

59. As exportações alcançaram patamar recorde de US\$15,1 bilhões em agosto, com média diária de US\$656,6 milhões, 10,5% superior à observada no mês correspondente de 2006. As vendas de manufaturados atingiram US\$7,6 bilhões, com aumento anual de 3,3%, pela média diária. As exportações de produtos básicos totalizaram US\$5,1 bilhões, e as de semimanufaturados, US\$2,1 bilhões, com acréscimos respectivos de 20,5% e de 6,5%, na mesma base de comparação.

60. As importações totalizaram US\$11,6 bilhões no mês, maior valor mensal de toda a série, e apresentaram média diária de US\$502,9 milhões, acréscimo de 26,9%, comparativamente ao mesmo mês de 2006. Todas as categorias de produtos apresentaram expansão, em especial bens de capital e bens de consumo, 42,7% e 30,5%, na ordem, na mesma base de comparação, considerando-se as médias diárias. As compras externas de matérias-primas e de combustíveis e lubrificantes cresceram 29,3% e 2%, respectivamente, também na comparação com agosto do ano anterior.

61. As reservas internacionais totalizaram US\$161,1 bilhões em agosto, com aumentos de US\$5,2 bilhões no mês, de US\$75,3 bilhões no ano e de US\$89,6 bilhões em relação ao saldo de agosto de 2006.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

62. Desde a reunião do Copom de julho, as taxas de juros futuros apresentaram forte elevação, principalmente as de prazo mais longo, devido ao agravamento da crise no mercado de hipotecas de alto risco dos EUA, cujos efeitos se fizeram sentir sobre o mercado de crédito e a liquidez internacionais. O temor de contágio do setor real da economia e o aumento da aversão ao risco ocasionaram a migração de aplicações para ativos considerados mais seguros, o que motivou a desvalorização do real frente ao

dólar, a queda do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) e a elevação do risco-país. A ação coordenada de diversos bancos centrais, que injetaram recursos no mercado interbancário, e a redução da taxa de desconto do Federal Reserve (Fed) em 0,50 p.p., em 17 de agosto, contribuíram para amenizar o ambiente de stress nos mercados financeiros internacionais e, por conseguinte, para o recuo parcial da curva de juros. Entre 16 de julho e 3 de setembro, as taxas de 1 e de 3 meses cederam, respectivamente, 0,29 p.p. e 0,16 p.p. As taxas para os prazos de 6 meses e de 1, 2 e 3 anos apresentaram elevação de 0,14 p.p., 0,57 p.p., 1,06 p.p. e 1,11 p.p., respectivamente. 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 elevou-se de 6,95%, em 16 de julho de 2007, para 7,31%, em 3 de setembro de 2007.

63. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, no período de 17 de julho a 3 de setembro, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de 5 e de 7 meses. O saldo diário médio do estoque dessas operações alcançou R\$88,7 bilhões, dos quais R\$62,7 bilhões em operações de sete meses. No mesmo período, o Banco Central atuou em 37 oportunidades por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo destinadas a retirar recursos excedentes do sistema bancário. Além disso, em 19 de julho, 6 de agosto e 13 de agosto, o Banco Central tomou recursos pelos prazos de 17, 23 e 18 dias úteis, respectivamente. Realizou, ainda, operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$22,7 bilhões.

64. Entre 17 de julho e 3 de setembro, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos seus leilões tradicionais somaram R\$22,8 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$10,6 bilhões, R\$6,0 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN), de vencimento em 2008 e 2009, e R\$4,6 bilhões em Notas do Tesouro Nacional Série F (NTN-F), de vencimento em 2011, 2013 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT), de vencimento em 2013, totalizaram R\$3,2 bilhões. Nos leilões de Notas do Tesouro

Nacional Série B (NTN-B), o Tesouro vendeu R\$9,0 bilhões em títulos de vencimento em 2009, 2012, 2017, 2024, 2035 e 2045, dos quais R\$4,6 bilhões liquidados mediante a entrega de outros títulos.

65. No mesmo período, o Tesouro promoveu leilões de venda de LTN de vencimento em abril e outubro de 2008 conjugada a compra de LTN de vencimento

em outubro de 2007 ou de LTN ou NTN-F de vencimento em janeiro de 2008, em um total de R\$3,3 bilhões. Realizou, também, leilões de venda de LFT de vencimento em 2013, no montante de R\$1,6 bilhão, aceitando como pagamento LFT de vencimento em 2007; e leilões de compra de LTN, NTN-F e NTN-B, nos valores de R\$5,4 bilhões, R\$152 milhões e R\$131 milhões, respectivamente.

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

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Paulo Vieira da Cunha
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

Paulo Sérgio Cavalheiro
Diretor

Mario Gomes Torós
Diretor

Mário Magalhães Carvalho Mesquita
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

Mário Gomes Torós
Diretor

Mário Magalhães Carvalho Mesquita
Diretor

Paulo Sérgio Cavalheiro
Diretor

Paulo Vieira da Cunha
Diretor

Demais participantes

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

Carlos Hamilton Vasconcelos Araujo
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira
Chefe do Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin)

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)

Renato Jansson Rosek
Gerente-Executivo da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)

Siglas

ABCP	<i>Asset-backed commercial papers</i>
Abel	Associação Brasileira das Empresas de <i>Leasing</i>
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
Aladi	Associação Latino-Americana de Integração
ARM	<i>Adjustable-Rate Mortgage</i>
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
BRIC	Brasil, Rússia, Índia e China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Cofins	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
CPMF	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
Depec	Departamento Econômico
DI	Depósito Inter nanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
DRU	Desvinculação dos Recursos da União
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
Emgea	Empresa Gestora de Ativos
EUA	Estados Unidos da América
FAT	Fundo de Assistência ao Trabalhador
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fed	<i>Federal Reserve System</i>
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getulio Vargas
FMI	Fundo Monetário Internacional
FMP-FGTS	Fundos Mútuos de Privatização com recursos do FGTS
FMP-FGTS-CL	Fundos Mútuos de Privatização – Carteira Livre
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Fundeb	Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica
Gerin	Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

IBD	Investimentos Brasileiros Diretos
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 Conjuntural de Emprego Industrial
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custos da Construção
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA-DI	Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna
IPC	<i>Índice de Precios y Cotizaciones</i>
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-Br	Índice de Preços ao Consumidor – Brasil
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
Ipsos	<i>Ipsos Public Affairs</i>
Jalsh	<i>JSE All Share Index</i>
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LOA	Lei Orçamentária Anual
Loas	Lei Orgânica da Assistência Social
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
LTN	Letras do Tesouro Nacional
Mercosul	Mercado Comum do Sul
Merval	Mercado de Valores de Buenos Aires
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
NTN-F	Nota do Tesouro Nacional – Série F
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada na Indústria
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Pesquisa Anual de Comércio
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PPA	Plano Plurianual
PPI	Índice de Preços ao Produtor
RBR	Receita Bruta de Revenda
RFB	Receita Federal do Brasil

RMV	Renda Mensal Vitalícia
S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SCIT	Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação
SCIT-QE	Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação – Quesitos Especiais
SCPC	Serviço Central de Proteção ao Crédito
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
SFN	Sistema Financeiro Nacional
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TGF	Transferências do Governo Federal
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TN	Tesouro Nacional
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
VHS	Vendas do segmento hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo
VIX	Índice de Volatilidade <i>Chicago Board Options Exchange</i>
VRG	Valor residual garantido
XU100	<i>Istanbul Stock Exchange National 100 Index</i>