

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.