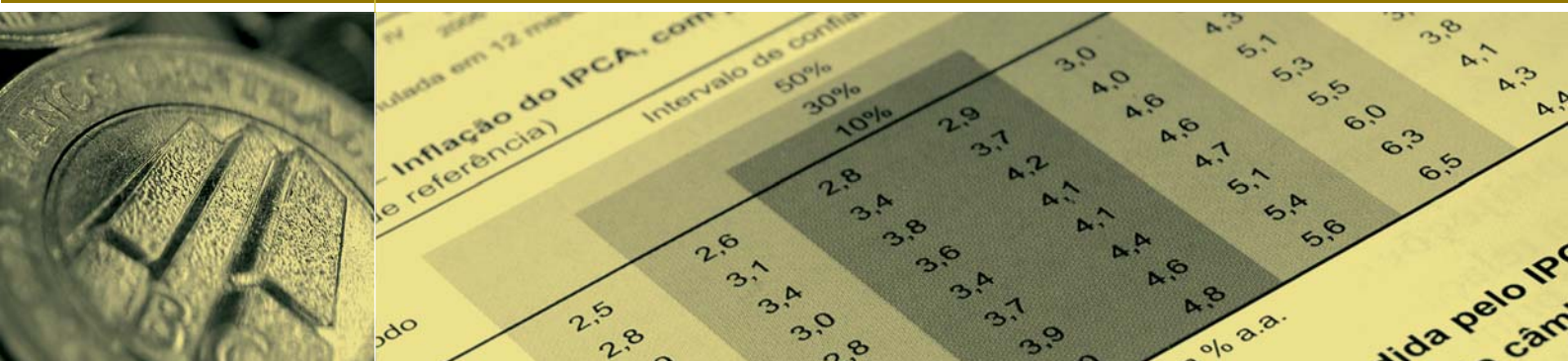


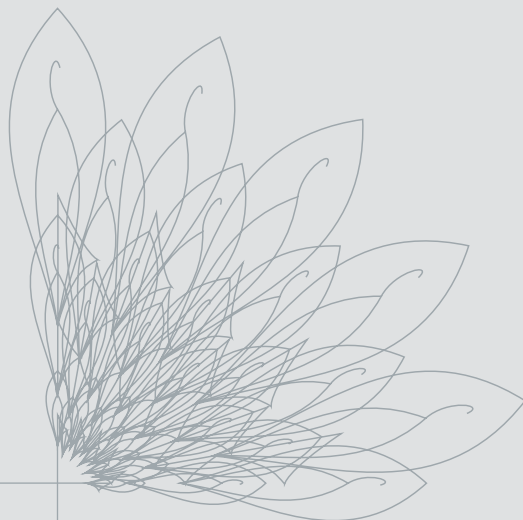
Relatório de Inflação



Setembro 2008

Volume 10 – Número 3





Relatório de Inflação



Setembro 2008
Volume 10 – Número 3



Relatório de Inflação	Brasília	v. 10	nº 3	set.	2008	p. 1-165
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------



Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 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 10, 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: 820 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 (1970-1975) indica o total de anos, incluindo o primeiro e o último.

A barra (/) utilizada entre anos (1970/1975) indica a média anual dos anos assinalados, incluindo 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

Banco Central do Brasil
Secre/Surel/Diate
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º Subsolo
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	11
1.1 Comércio varejista	11
1.2 Produção	15
Agropecuária	15
Lavoura	15
Pecuária	16
Produção industrial	16
1.3 Mercado de trabalho	20
Emprego	20
Rendimentos	21
1.4 Produto Interno Bruto	22
1.5 Investimentos	27
1.6 Conclusão	28
Preços	29
2.1 Índices gerais	29
2.2 Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo	30
2.3 Preços monitorados	31
2.4 Núcleo de inflação	31
2.5 Expectativas de mercado	32
2.6 Conclusão	33
Políticas creditícia, monetária e fiscal	35
3.1 Crédito	35
Operações de crédito com recursos direcionados	36
Operações de crédito com recursos livres	38
3.2 Agregados monetários	44
Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto	45
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	46
Mercado de capitais	46

3.3 Política fiscal	47
Necessidades de financiamento do setor público	47
Dívida mobiliária federal	51
Dívida Líquida do Setor Público	52
3.4 Conclusão	53

Economia internacional **55**

4.1 Atividade econômica	55
4.2 Política monetária e inflação	58
4.3 Mercados financeiros internacionais	60
4.4 <i>Commodities</i>	64
4.4.1 Petróleo	64
4.5 Conclusão	65

Setor externo **73**

5.1 Movimento de câmbio	74
5.2 Comércio de bens	75
5.3 Serviços e renda	78
5.4 Conta financeira	84
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	86
5.6 Conclusão	87

Perspectivas para a inflação **93**

6.1 Determinantes da inflação	94
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária	106
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	116

Boxes

Revisão da Projeção para o PIB/2008	23
Evolução Recente do Crédito, da Inadimplência e do Endividamento das Famílias	39
Evolução Recente das Maiores Economias Mundiais e Tendências para o Crescimento Global	66
Remessas de Lucros e Dividendos	79
Projeções para o Balanço de Pagamentos	88
Repasse de Choques de Preços no Atacado para o Varejo	121
Política Monetária e Expectativas de Inflação	124

Anexo **129**

Apêndice **159**

Apresentação

O "Relatório de Inflação" é publicado trimestralmente pelo Banco Central do Brasil e tem o objetivo de avaliar o desempenho do regime de metas para a inflação e delinear 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, é analisada a evolução das vendas no varejo, estoques, produção, mercado de trabalho e investimento. No capítulo seguinte, a análise sobre o comportamento dos preços focaliza os resultados obtidos no trimestre, em função das decisões de política monetária e das condições reais da economia que independeram da ação governamental. No capítulo relativo a políticas creditícia, monetária e fiscal, a análise é centrada no desempenho do crédito e do mercado financeiro, assim como na execução orçamentária. No capítulo sobre economia internacional, apresenta-se análise do desempenho das principais economias, procurando identificar as condições que podem influenciar a economia brasileira, notadamente nas suas relações com o exterior. Em seguida, o capítulo sobre o setor externo enfoca a evolução das transações econômicas com o exterior, com ênfase no resultado comercial e nas condições de financiamento externo. Finalmente, analisam-se as perspectivas para a evolução da inflação.

Sumário executivo

O desempenho, na margem e nas comparações com iguais períodos de 2007, tanto da atividade industrial quanto das vendas do comércio varejista e do Produto Interno Bruto (PIB), ainda evidencia desempenho robusto da atividade econômica. Isso deve-se essencialmente ao dinamismo da demanda interna, haja vista a contribuição negativa das exportações líquidas. No âmbito interno, o dinamismo do consumo em grande parte reflete o crescimento do emprego e da massa salarial, a ampliação das operações de crédito e de arrendamento mercantil e a expansão das transferências governamentais. Já a forte expansão dos investimentos reflete o aquecimento da atividade em ambiente de estabilidade econômica, a elevação da lucratividade das empresas, a redução do custo das importações e a melhora das condições de financiamento. A propósito, excluídas as variações de estoques, os investimentos aumentaram 16,2% no segundo trimestre de 2008, em relação ao mesmo período do ano anterior, o décimo oitavo trimestre consecutivo de expansão nessa base de comparação.

Em linha com o desempenho do consumo das famílias nas contas nacionais, as vendas no varejo registraram crescimento disseminado por todas as regiões do país. A expansão se verificou no segmento de bens duráveis, mais sensíveis às condições de financiamento, bem como no segmento de semi e não duráveis, mais sensível à evolução da renda. É plausível supor que haverá certa acomodação nos próximos trimestres, em particular no que se refere às vendas de bens duráveis, como reflexo da mudança na postura de política monetária.

A demanda de crédito bancário permanece aquecida. No que se refere ao crédito direcionado às pessoas jurídicas, observa-se crescimento mais intenso, em parte devido às condições desfavoráveis para captações no mercado de capitais doméstico e no mercado internacional. Note-se que a utilização do crédito bancário para atendimento das necessidades de capital de giro se manteve elevada, com crescimento da participação relativa dos empréstimos

contratados por empresas de pequeno e médio porte. Embora com taxas de crescimento significativas, as concessões de crédito às pessoas físicas sinalizaram algum arrefecimento, em particular no que se refere às operações de crédito consignado. Note-se, entretanto, que as operações de crédito voltadas à aquisição de veículos continuaram em elevação, a despeito da forte expansão das operações de arrendamento mercantil.

No que diz respeito ao setor público, a geração de superávits primários situou-se em patamar compatível com a meta estabelecida para 2008. Isso, em grande parte, decorre do desempenho da arrecadação tributária, que segue fortemente impulsionada pelo nível de atividade da economia. Ressalte-se, adicionalmente, a redução do déficit nas contas da previdência social, resultado da melhoria dos indicadores do emprego, em particular dos relacionados à formalização. Nesse ambiente, a razão entre Dívida Líquida do Setor Público e PIB mantém-se em trajetória declinante. A continuidade do crescimento econômico, aliada à manutenção das metas estabelecidas no processo orçamentário, reforça as perspectivas de melhora dos indicadores fiscais.

Após cinco anos seguidos com geração de superávits na conta corrente, fato inédito na história econômica do país, em 2008 o Brasil voltou a registrar déficit. Esse resultado, influenciado pela redução no saldo comercial e pelo aumento nas remessas líquidas de serviços e rendas, principalmente lucros e dividendos, foi financiado com os ingressos líquidos na conta financeira, em particular de investimentos diretos e em carteira, haja vista que houve redução de participação dos instrumentos de dívida externa. É importante destacar que os ingressos líquidos de investimentos diretos têm superado as remessas de lucros e dividendos. De certa forma, a economia manteve a percepção de que seus indicadores de liquidez e solvência são sólidos. De fato, não obstante a deterioração do cenário internacional, em agosto, houve ingresso líquido no mercado cambial, ante saída líquida observada tanto em junho quanto em julho. O nível das reservas internacionais supera os US\$200 bilhões e a dívida externa vem mantendo relativa estabilidade em termos absolutos, ao mesmo tempo em que reduz sua participação no passivo externo.

A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 4,48% no acumulado do ano até agosto, ante 2,80% registrado no mesmo período de 2007. Além disso, note-se que desde janeiro a taxa acumulada se posiciona acima do valor central para a meta. De fato, a inflação em doze meses até agosto situou-se em

6,17%, ante 4,18% em agosto de 2007. Essa dinâmica deve-se em grande parte ao descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e o da oferta, em contexto de pressões – observadas em escala global – nos preços de *commodities* que subiram com grande intensidade no ano passado e que, a despeito do arrefecimento registrado nas últimas semanas, ainda se encontram em patamares historicamente elevados. Por trás da elevação dos preços das *commodities* encontram-se fatores estruturais, como a maior demanda por parte de grandes economias emergentes.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 6,1% em 2008, patamar 0,1 p.p. superior ao projetado no Relatório de junho, e marcadamente superior ao valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A projeção para a inflação acumulada em doze meses parte de 6,3% no terceiro trimestre de 2008 e recua para 6,1% no último. Em 2009, parte de 5,7% no primeiro trimestre e encerra o ano em 4,8%, portanto acima do valor central de 4,5% para a meta. Nesse cenário, a projeção atinge 4,6% no terceiro trimestre de 2010. Cabe destacar que o recuo da projeção de inflação ao longo de 2009 e de 2010, no cenário de referência, reflete essencialmente os efeitos da elevação na taxa Selic determinada no trimestre corrente e o fato de as expectativas de inflação para 2009 e 2010 se encontrarem em patamares inferiores às expectativas para 2008.

No cenário de mercado, a projeção para a inflação de 2008 (6,0%) é 0,1 p.p. menor do que a associada ao cenário de referência e igual à constante do último Relatório. As projeções indicam que a inflação acumulada em doze meses alcança seu maior nível no terceiro trimestre de 2008 (6,3%), desloca-se para baixo e encerra o ano em 6,0%, acima do valor central de 4,5% para a meta de inflação. Em 2009, a projeção de inflação acumulada em doze meses parte de 5,6% no primeiro trimestre e encerra o ano em 4,7%, acima, portanto, do valor central para a meta estabelecida pelo CMN. Note-se, ainda, que a projeção para a inflação acumulada em doze meses alcança 4,6% no terceiro trimestre de 2010, assim como no cenário de referência.

De acordo com o cenário de referência, a projeção de crescimento do PIB em 2008 elevou-se para 5,0%, ante o percentual de 4,8% constante no “Relatório de Inflação” de junho.

Nível de atividade

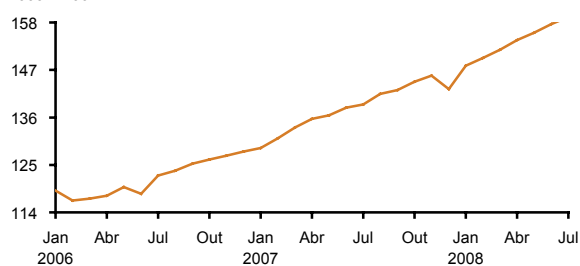


O desempenho, na margem e nas comparações com iguais períodos de 2007, tanto da atividade industrial quanto das vendas do comércio varejista e do Produto Interno Bruto – PIB, ainda não evidencia redução do ritmo de crescimento da economia brasileira em relação ao padrão observado em períodos recentes.

O crescimento da atividade persiste traduzindo o dinamismo da demanda interna e a contribuição negativa exercida pelo setor externo, em linha com as incertezas nos mercados financeiros internacionais e com a perda de dinamismo das economias maduras. No âmbito interno, a evolução do consumo tem refletido o crescimento da massa salarial, sustentada, em especial, pelo desempenho do emprego, que tende a se manter em patamar elevado, bem como a ampliação das possibilidades de dispêndio derivada das operações de crédito e *leasing*, enquanto a expansão dos investimentos, em seqüência às elevações superiores a 10% registradas em 2006 e em 2007, permanece em ritmo intenso. Ressalte-se que essa trajetória, tendo em vista os níveis de confiança do empresariado, tende a se manter nos próximos meses.

Gráfico 1.1 – Índice de volume de vendas no varejo – Conceito ampliado

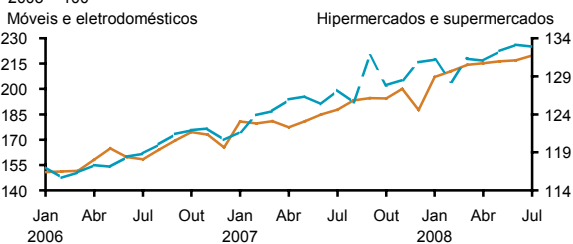
Dados dessazonalizados
2003 = 100



Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados
2003 = 100



Fonte: IBGE

1.1 Comércio varejista

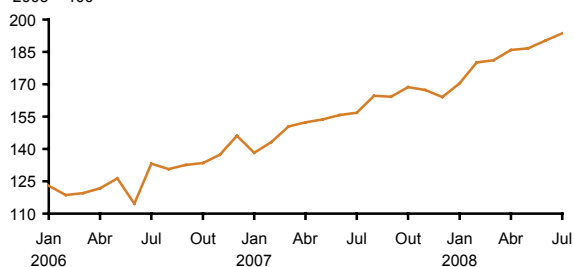
As vendas varejistas registraram crescimento expressivo nos últimos meses, traduzindo a ocorrência de aumentos, disseminados em todas as regiões do país, tanto das vendas de bens duráveis quanto das relativas a bens semi e não duráveis. Entretanto, esse comportamento poderá refluir nos próximos meses, tendo em vista a menor atratividade das compras de bens financiados, em cenário de elevação das taxas de juros.

Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), as vendas varejistas no conceito ampliado aumentaram 3,8% no trimestre encerrado em julho,

Gráfico 1.3 – Índice de volume de vendas no varejo (veículos, motos, partes e peças)

Dados dessazonalizados

2003 = 100



Fonte: IBGE

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas no varejo

Discriminação	Variação percentual			
	2008			
	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês^{1/}				
Comércio varejista	0,4	1,0	1,1	-0,2
Combustíveis e lubrificantes	0,6	1,5	2,0	0,4
Hiper, supermercados	-0,2	1,0	0,6	-0,2
Tecidos, vestuário e calçados	0,7	-0,8	1,4	-3,0
Móveis e eletrodomésticos	0,5	0,5	0,3	1,3
Art. farmacêuticos, médicos	2,1	1,0	1,1	1,2
Livros, jornais, rev. e papelaria	1,7	0,6	1,6	-0,5
Equip. e mat. para escritório,	3,5	4,9	1,0	-1,7
Outros arts. de uso pessoal,	-0,9	4,7	-0,6	3,9
Comércio varejista ampliado	1,5	1,1	1,3	1,0
Materiais de construção	0,6	1,7	1,6	2,2
Automóveis e motocicletas	2,7	0,4	1,9	1,8
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	1,6	2,2	2,2	2,5
Combustíveis e lubrificantes	5,0	5,0	4,4	4,0
Hiper, supermercados	0,0	1,1	1,5	2,0
Tecidos, vestuário e calçados	1,4	4,3	3,1	1,6
Móveis e eletrodomésticos	7,6	6,7	2,6	2,0
Art. farmacêuticos, médicos,	0,7	2,4	3,5	4,4
Livros, jornais, rev. e papelaria	4,6	3,4	3,1	2,4
Equip. e mat. para escritório,	7,8	5,0	7,7	5,4
Outros arts. de uso pessoal,	4,0	2,9	1,4	4,5
Comércio varejista ampliado	4,4	4,8	3,9	3,8
Materiais de construção	5,5	6,0	4,7	4,3
Automóveis e motocicletas	9,0	7,5	5,8	4,2
No ano				
Comércio varejista	11,0	11,0	10,6	10,6
Combustíveis e lubrificantes	6,0	7,3	8,2	9,2
Hiper, supermercados	6,3	6,8	5,9	5,8
Tecidos, vestuário e calçados	15,0	12,0	11,6	11,1
Móveis e eletrodomésticos	19,8	18,9	18,5	18,6
Art. farmacêuticos, médicos,	13,7	13,6	12,7	13,1
Livros, jornais, rev. e papelaria	11,3	11,3	11,5	11,3
Equip. e mat. para escritório,	28,5	28,8	30,9	29,2
Outros arts. de uso pessoal,	23,4	21,9	21,5	21,5
Comércio varejista ampliado	15,0	14,3	14,3	14,6
Materiais de construção	13,0	11,5	11,2	12,5
Automóveis e motocicletas	23,5	21,4	22,3	22,9

Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados.

em relação ao finalizado em abril, considerados dados dessazonalizados. Esse resultado refletiu elevações nas vendas de todos os segmentos do indicador, com ênfase nas referentes a equipamentos e materiais para escritório e comunicações, 5,4%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 4,5%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, perfumaria e cosméticos, 4,4%. As vendas relativas a hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, evidenciando o aumento dos preços dos produtos comercializados no segmento, cresceram 2%, patamar inferior à média assinalada no comércio varejista. Ressalte-se que os segmentos nos quais as vendas vêm registrando melhores desempenhos se constituem aqueles em que a evolução dos preços têm apresentado crescimento menor.

As vendas do comércio varejista ampliado elevaram-se 14,6% nos sete primeiros meses de 2008, em relação ao período correspondente do ano anterior, registrando-se desempenhos favoráveis em todas as grandes regiões do país. Nesse sentido, as vendas elevaram-se 16,6% no Centro-Oeste, 15,8% no Sudeste, 15,3% no Sul, 12,1% no Nordeste e 11% no Norte, ressaltando-se que as taxas mais modestas registradas nas duas últimas regiões traduzem, em grande parte, o impacto do aumento dos preços dos alimentos sobre a renda disponível dos consumidores de rendimento mais baixo. As vendas varejistas consideradas por unidades da Federação registraram, igualmente, expansão generalizada no período, com ênfase para os resultados observados no Rio Grande do Norte, 14,6%; São Paulo, 14,1%; Mato Grosso, 12,9%; Mato Grosso do Sul, 12,5%; e Goiás, 11,9%.

A receita nominal do comércio varejista ampliado cresceu 19,7% nos sete primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior, registrando-se elevações de 14,6% no volume de vendas e de 4,5% nos preços. Ressalte-se que todos os dez segmentos pesquisados apresentaram taxas de crescimento da receita nominal superiores à variação de 6,4% registrada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), no mesmo período, com os resultados mais expressivos ocorrendo nos segmentos em que as elevações nos preços se mostraram menos acentuadas. Destacaram-se as expansões nas receitas nominais relativas a artigos de uso pessoal e doméstico, 26,6%; veículos, motos, partes e peças, 26%; materiais de construção, 20,1%; e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 17,8%, ressaltando-se que a expansão nesse último segmento reflete, em especial, a elevação de 11,3% nos preços.

O vigor das vendas do comércio automobilístico, evidenciado nas pesquisas do IBGE, encontra-se ratificado

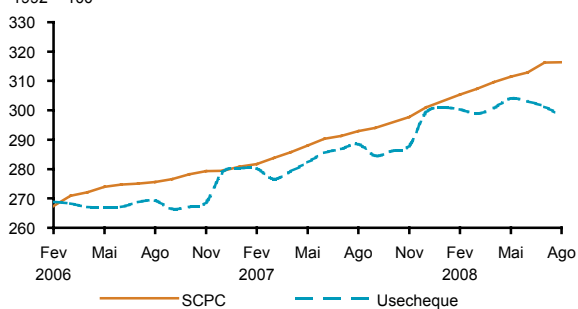
Tabela 1.2 – Índice de vendas no varejo – Brasil
Julho de 2008

Discriminação	Variação % acumulada no ano		
	Receita nominal	Volume	Preços
Comércio varejista	16,3	10,6	5,2
Combustíveis e lubrificantes	8,0	9,2	-1,1
Hiper, supermercados	17,8	5,8	11,3
Tecidos, vestuário e calçados	16,3	11,1	4,7
Móveis e eletrodomésticos	13,9	18,6	-4,0
Art. farmacêuticos, médicos,	15,3	13,1	1,9
Equip. e mat. para escritório,	11,2	29,2	-13,9
Livros, jornais, rev. e papelaria	13,3	11,3	1,8
Outros arts. de uso pessoal,	26,6	21,5	4,2
Comércio varejista ampliado	19,7	14,6	4,5
Materiais de construção	20,1	12,5	6,8
Automóveis e motocicletas	26,0	22,9	2,5

Fonte: IBGE

Gráfico 1.4 – Indicadores de comércio varejista

Dados dessazonalizados – Média móvel trimestral
1992 = 100



Fonte: ACSP

Tabela 1.3 – Indicadores de inadimplência

Discriminação	%								
	2008								Ano ^{1/}
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	
Cheques devolvidos ^{2/}									
Brasil	6,2	6,5	6,3	6,1	6,1	5,6	5,8	7,0	6,2
Norte	9,6	9,8	9,4	9,2	9,1	8,4	8,7	9,5	9,2
Nordeste	8,8	9,6	9,4	9,2	9,2	8,5	8,9	9,2	9,1
Sudeste	5,5	5,8	5,7	5,6	5,6	5,1	5,4	5,8	5,6
Centro-Oeste	7,0	7,2	7,0	6,8	6,7	6,1	6,4	7,2	6,8
Sul	5,9	6,2	5,9	5,8	5,7	5,2	5,4	6,0	5,7
SCPC (SP) ^{3/}	5,4	6,4	7,6	8,6	9,0	5,7	6,3	6,7	7,0

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)].

pela evolução de outros indicadores relacionados ao setor. Nesse sentido, estatísticas da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrade) revelam que as vendas de veículos novos aumentaram 26,5% no acumulado do ano, até agosto, em relação ao mesmo período de 2007. Na mesma linha, as vendas de autoveículos nacionais no mercado interno, divulgadas pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), registraram elevações respectivas de 27,6%, na mesma base de comparação. As condições favoráveis do crédito no setor automobilístico, associadas à concorrência crescente registrada no setor e expressas em ampliação nos prazos de pagamento e em taxas de juros relativamente mais baixas, bem como expectativas positivas quanto à manutenção do emprego, vêm-se constituindo nos principais impulsos à continuidade da expansão dessas vendas nos próximos meses. Os efeitos defasados da mudança na postura da política monetária devem, contudo, ter impacto sobre o ritmo de expansão das condições de financiamento nesse segmento nos meses finais deste ano e em 2009.

De acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), o desempenho do comércio no estado de São Paulo, nos últimos meses, sinaliza desaceleração da atividade. O número de consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC), indicador relacionado às vendas de bens duráveis, cresceu 1,6% no trimestre encerrado em agosto, em relação ao finalizado em maio, quando crescera 2%; enquanto as consultas ao Usecheque, indicador de compras à vista e relacionado mais diretamente a bens não duráveis, registraram queda de 1,9% no trimestre até agosto, ante alta de 1,2% no trimestre até maio, segundo dados dessazonalizados.

A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados após apresentar, nos sete primeiros meses do ano, estabilidade em relação a períodos correspondentes do ano anterior, registrou aceleração em agosto, quando atingiu 7%, ante 6% no mesmo mês de 2007, com as maiores taxas ocorrendo nas regiões Norte, 9,5%, e Nordeste, 9,2%. Estatísticas da ACSP relativas ao estado de São Paulo registraram, igualmente, crescimento da inadimplência no início do segundo semestre de 2008, expressa na taxa de 6,7% observada em agosto, ante 6,3% em julho e 5,7% em junho, enquanto nos meses correspondentes de 2007 registraram-se taxas respectivas de 5,8%, 4,5% e 5,1%. Os resultados dos próximos meses deverão elucidar se a trajetória recente das taxas de inadimplência se constitui em movimento isolado ou representa novo patamar, consistente com as elevações recentes nas vendas varejistas.

Os resultados das pesquisas relacionadas às expectativas dos consumidores nos primeiros meses do terceiro trimestre, embora se situassem em patamar inferior ao assinalado no período correspondente de 2007, apresentaram recuperação em relação aos recuos acentuados observados no trimestre encerrado em junho, quando refletiram, em especial, o pessimismo em relação à inflação.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), registrou aumento mensal de 6,2% em agosto, reflexo de elevações de 4,6% no Índice das Expectativas (IE) e de 9,3% no Índice da Situação Atual (ISA). O indicador recuou 1% em relação a agosto de 2007, resultado de aumento de 0,9% no ISA e de redução de 1,9% no IE, representando o terceiro decréscimo consecutivo, nessa base de comparação.

O Índice Nacional de Confiança (INC), mensurado pela Ipsos Public Affairs (Ipsos) para a ACSP, atingiu 138,4 pontos em julho, ante 138,8 pontos em junho e 127,7 pontos em julho de 2007. A análise dos componentes do indicador revela melhora nos indicadores de curto prazo, tanto em relação à situação da economia onde o consumidor reside quanto em relação à situação financeira pessoal. Por região, os resultados de julho revelaram maior otimismo dos consumidores do Norte e do Centro-Oeste.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), de periodicidade trimestral, divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), a partir de pesquisa realizada entre 20 e 23 de junho, recuou 1,6% no trimestre encerrado em junho, em relação ao finalizado em março, e 1,2% comparativamente ao mesmo período de 2007. Esses resultados estiveram associados, em especial, ao pessimismo do consumidor em relação à inflação e, em menor escala, à sua apreensão quanto ao desemprego e à evolução da renda pessoal.

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito à região metropolitana de São Paulo, apresentou aumento mensal de 4,5% em agosto, após haver apresentado uma seqüência de três resultados negativos nesse tipo de comparação: 8% em julho, 3,1% em junho e 1% em maio. A recuperação do ICC refletiu crescimentos de 7,7% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), componente que representa 60% do índice geral, e de 0,2% no Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea).

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Confiança (INC – ACSP) e Índice de Confiança do Consumidor (ICC – FGV)

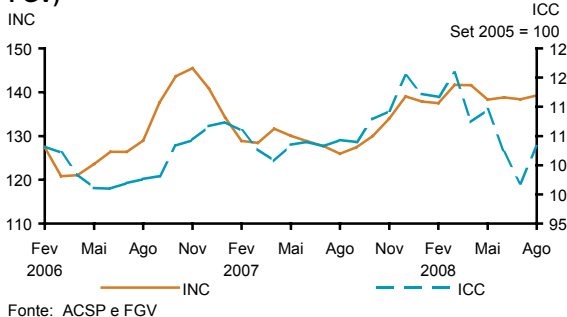
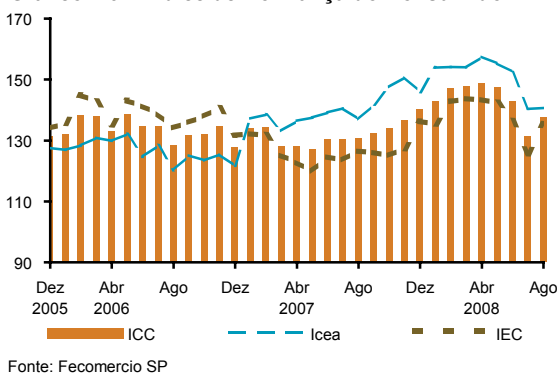


Gráfico 1.6 – Índice de Confiança do Consumidor



1.2 Produção

Agropecuária

De acordo com as Contas Trimestrais, divulgadas pelo IBGE, a produção do setor agropecuário cresceu 5,2% no primeiro semestre de 2008, em relação ao mesmo período em 2007, enquanto, considerados dados dessazonalizados, se registrou expansão de 1,1% em relação ao semestre encerrado em dezembro do ano anterior. A evolução favorável do setor traduziu o comportamento das safras de verão, com destaque para os resultados das culturas de soja, arroz, milho e feijão, bem como a seqüência de bons resultados do setor pecuário, notadamente no segmento de aves.

Lavoura

A safra nacional de grãos, segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, deverá totalizar 145,1 milhões de toneladas de grãos em 2008. A expansão anual de 9% incorpora aumentos de 4,5% na produtividade média e de 4,4% na área cultivada.

A produção de soja deverá totalizar 60 milhões de toneladas, elevando-se 3,5% em relação a 2007, quando aumentara 10,7%, na mesma base de comparação. Esse resultado considera aumento de 3,5% na área cultivada e estabilidade do rendimento médio.

A colheita de milho é estimada em 58,6 milhões de toneladas. A expansão anual de 13%, evidenciando o estímulo proporcionado pelo nível dos preços da *commodity* sobre as decisões dos produtores em relação aos investimentos no cultivo do grão, traduz crescimentos de 7,9% na produtividade e de 4,7% na área plantada.

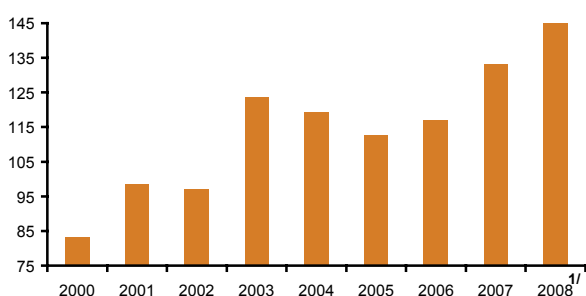
A produção de feijão deverá atingir 3,5 milhões de toneladas, com elevação anual de 8%, enquanto a de arroz, sustentada pelo aumento médio de 10,6% da produtividade, é estimada em 12,1 milhões de toneladas, representando crescimento de 9,2% em relação ao ano anterior.

A safra de caroço de algodão herbáceo está projetada em 2,4 milhões de toneladas, recuando 2,9% comparativamente a 2007. A área plantada decresceu 4,4% e o rendimento médio aumentou 1,5% no período.

A cultura de trigo é projetada em 5,4 milhões de toneladas. O crescimento anual de 32,4% considera

Gráfico 1.7 – Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

Tabela 1.4 – Produção agrícola

Discriminação	Em mil toneladas		
	Produção		Variação % 2008/2007
	2007	2008 ^{1/}	
Produção de grãos	133 101	145 101	9,0
Caroço de algodão	2 498	2 424	-2,9
Arroz (em casca)	11 048	12 067	9,2
Feijão	3 245	3 504	8,0
Milho	51 831	58 578	13,0
Soja	57 952	59 995	3,5
Trigo	4 089	5 414	32,4
Outros	2 438	3 119	27,9

Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

expansões de 28,8% na área cultivada e de 2,8% na produtividade média. O desempenho nesse segmento traduziu o aquecimento da demanda, a redução dos estoques internacionais e os efeitos inerentes à regularidade climática e ao aumento dos preços mínimos do produto.

A produção de café deverá totalizar 2,8 milhões de toneladas, 28% superior à assinalada em 2007. Esse resultado, embora associado ao ciclo bianual de alta da cultura, esteve favorecido pelas condições climáticas adequadas registradas no ano.

A lavoura de cana-de-açúcar deverá produzir 591,4 milhões de toneladas, volume 14,7% superior à safra anterior. Esse resultado expressivo, em continuidade à elevação de 13,3% observada em 2007, incorpora aumentos de 13,8% na área cultivada e de 0,7% na produtividade média.

Pecuária

De acordo com a Pesquisa Trimestral de Abate de Animais, divulgada pelo IBGE em março, a produção de bovinos alcançou 1,6 milhão de toneladas nos três primeiros meses do ano, recuando 11,4% em relação ao mesmo período de 2007. Considerada a mesma base de comparação, as produções de aves e de suínos atingiram 2,5 milhões e 0,6 milhão de toneladas, apresentando aumentos de 17,1% e 1,4%, respectivamente.

As exportações de carnes bovina e suína totalizaram, na ordem, 522,2 mil e 244,3 mil toneladas no primeiro semestre de 2008, recuando 25,3% e 4,6%, respectivamente, em relação ao período correspondente do ano anterior, enquanto as relativas a carnes de aves cresceram 13,5%, no período, situando-se em 1,7 milhão de toneladas.

Produção industrial

O crescimento da atividade industrial, a despeito das maiores incertezas do cenário internacional, seguiu em ritmo acentuado no início do segundo semestre, em ambiente de aumento da produtividade e nível de utilização da capacidade instalada em patamar recorde. A continuidade dessa trajetória encontra amparo na evolução dos índices de confiança do empresariado, enquanto, em sentido inverso, se registraram desacelerações nas taxas de crescimento do emprego, das horas trabalhadas na indústria e da produção de bens de capital para fins industriais.

Tabela 1.5 – Produção da pecuária

Peso total das carcaças

Discriminação	Variação % acumulada no ano					
	2007			2008		
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar
Bovinos	3,6	2,9	2,4	-7,6	-7,4	-11,4
Suínos	9,2	8,9	7,9	1,5	3,8	1,4
Aves	9,0	9,9	10,1	18,6	21,4	17,1

Fonte: IBGE

Tabela 1.6 – Produção industrial

Discriminação	Variação percentual			
	2008			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Indústria geral				
No mês ^{1/}	0,2	-0,7	2,8	1,0
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	1,0	0,8	0,9	1,9
Mesmo mês do ano anterior	9,8	2,4	6,4	8,5
Acumulado no ano	7,2	6,2	6,2	6,6
Acumulado em 12 meses	6,9	6,7	6,7	6,8
Indústria de transformação				
No mês ^{1/}	0,0	-0,8	3,0	0,9
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	1,0	0,8	0,8	1,7
Mesmo mês do ano anterior	10,2	2,1	6,3	8,5
Acumulado no ano	7,3	6,2	6,2	6,5
Acumulado em 12 meses	7,0	6,7	6,7	6,8
Extrativa mineral				
No mês ^{1/}	1,6	2,3	0,8	1,4
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	-1,2	-3,4	0,1	2,6
Mesmo mês do ano anterior	4,1	7,5	7,2	8,5
Acumulado no ano	6,1	6,4	6,5	6,8
Acumulado em 12 meses	6,0	6,4	6,3	6,4

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Tabela 1.7 – Produção industrial por categoria de uso

Discriminação	Variação percentual			
	2008			
	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês^{1/}				
Produção industrial	0,2	-0,7	2,8	1,0
Bens de capital	1,3	-5,0	8,2	1,2
Bens intermediários	-0,1	0,7	2,4	1,1
Bens de consumo	-0,5	0,3	2,0	-0,3
Duráveis	-1,7	-1,5	7,7	-5,2
Semi e não duráveis	-1,1	1,4	1,2	0,0
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Produção industrial	1,0	0,8	0,9	1,9
Bens de capital	4,2	1,6	1,7	1,6
Bens intermediários	0,2	-0,6	0,4	2,3
Bens de consumo	0,4	1,7	1,2	2,0
Duráveis	5,0	2,6	1,2	1,2
Semi e não duráveis	-1,2	0,9	0,9	2,4
No ano				
Produção industrial	7,2	6,2	6,2	6,6
Bens de capital	19,4	16,5	17,3	18,1
Bens intermediários	6,0	5,2	5,2	5,6
Bens de consumo	5,6	4,6	4,5	4,8
Duráveis	15,9	13,6	13,9	13,2
Semi e não duráveis	2,4	1,8	1,6	2,1

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

De acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE, a produção industrial aumentou 1,9% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando crescera 1%, na mesma base de comparação, registrando-se expansões de 1,7% na indústria de transformação e de 2,6% na extrativa. Considerando dados observados, a produção da indústria, acumulada nos sete primeiros meses do ano, cresceu 6,6% em relação ao período correspondente de 2007.

O resultado trimestral refletiu acréscimos na produção de 21 das 27 atividades incluídas na pesquisa do IBGE, com ênfase no dinamismo dos setores farmacêutica, 14,5%; máquinas para escritório e equipamentos de informática, 6,6%; e refino de petróleo e álcool, 5,3%, contrastando com os recuos relativos a madeira, 6,4%; perfumaria, 5,8%; e calçados e artigos de couro, 5,3%.

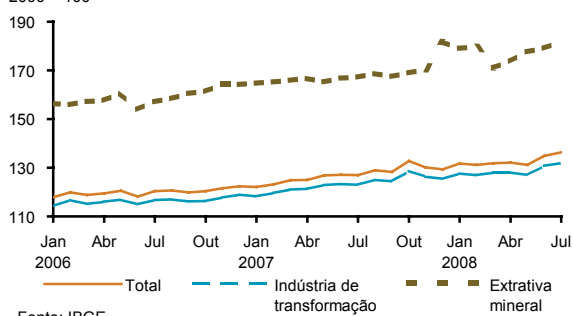
A segmentação da produção industrial por categorias de uso revela, ao contrário do observado em períodos recentes, que a expansão registrada no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, esteve associada, em especial, aos crescimentos observados nas categorias de bens intermediários, 2,3%, e de bens de consumo semi e não duráveis, 2,4%. O menor dinamismo do desempenho das categorias de bens de consumo duráveis e de bens de capital, que vinham sustentando a trajetória expansionista da produção da indústria, esteve associado, em grande parte, à elevada base de comparação, que incorporava taxas de crescimento respectivas de 4,2% e 5% no trimestre encerrado em abril, relativamente ao finalizado em janeiro.

A análise da produção de bens de capital por destinação revela a predominância dos segmentos associados a bens direcionados à agricultura e ao setor de energia elétrica. Nesse sentido, a produção de bens de capital destinados à agricultura cresceu 6,8% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, após apresentar estabilidade, no mesmo tipo de comparação, no trimestre terminado em abril, enquanto a produção de bens de capital para o setor de energia elétrica aumentou 9,3%. A produção de bens de capital para fins industriais, em contraste, declinou 2,2% no período, revertendo a elevação de 2,9% registrada no trimestre terminado em abril.

Assinale-se que a produção de bens de capital para fins industriais cresceu 10,9% nos sete primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2007, ante expansões de 18,1% na produção de bens de capital e de 6,6% na indústria geral.

Gráfico 1.8 – Produção industrial

Dados dessazonalizados
2000 = 100

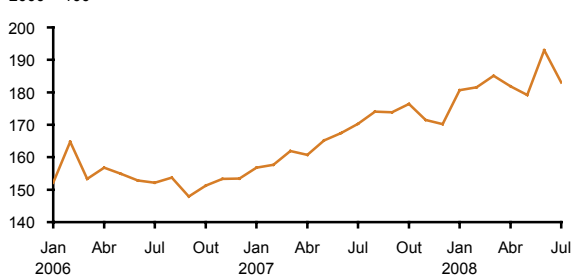


Fonte: IBGE

Gráfico 1.9 – Produção industrial

Bens de consumo duráveis

Dados dessazonalizados
2000 = 100

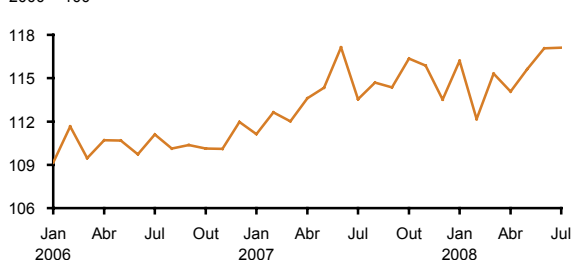


Fonte: IBGE

Gráfico 1.10 – Produção industrial

Bens de consumo semi e não duráveis

Dados dessazonalizados
2000 = 100

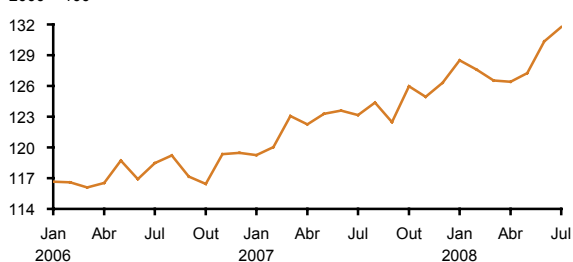


Fonte: IBGE

Gráfico 1.11 – Produção industrial

Bens intermediários

Dados dessazonalizados
2000 = 100



Fonte: IBGE

A produção de insumos típicos da construção civil, em linha com o dinamismo da atividade, experimentou crescimento de 4,2% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando se elevava 2,6%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados.

A evolução da produção física da indústria por unidade federativa revela aumentos, no trimestre terminado em julho em relação ao encerrado em abril, em sete das treze unidades da Federação pesquisadas. Os resultados mais significativos ocorreram no Paraná, 4,3%; Goiás, 3,6%; e em Minas Gerais, 3,5%, contrastando com os recuos assinalados em Pernambuco, 5,6%; Ceará, 2,3%; e Santa Catarina, 1,3%.

O ritmo de crescimento da contratação de trabalhadores na indústria apresentou desaceleração no trimestre encerrado em julho. Nesse cenário, o pessoal ocupado na indústria aumentou 0,3% em relação ao trimestre finalizado em abril, de acordo com dados dessazonalizados, ante variações respectivas de 0,4% e 0,8%, no mesmo tipo de comparação, nos trimestres terminados em abril e em janeiro. O índice médio do número de horas pagas pela indústria, no entanto, recuou 0,2% no trimestre terminado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando havia se elevado 1,1%, na mesma base de comparação.

A produtividade do trabalho, expressa pela razão entre os índices da produção física e do número de horas pagas pela indústria, cresceu 2,1% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando recuara 0,1%, nesse tipo de comparação, elevação decorrente da aceleração do crescimento da produção física, de 1% em abril para 1,9% em julho, combinada à desaceleração do número de horas pagas, de 1,1% para -0,2%, nos mesmos períodos.

O Custo Unitário do Trabalho (CUT) na indústria, estimado pela razão entre a folha de pagamento nominal e a produção física, tem apresentado trajetória compatível com a da inflação. Nesse sentido, o CUT médio relativo ao trimestre terminado em julho aumentou 7,1% em relação ao período correspondente de 2007, sucedendo expansões respectivas, no mesmo tipo de comparação, de 4,1% e de 3,9% nos trimestres encerrados em abril e em janeiro. O CUT real médio, deflacionado pelo Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) referente a bens industrializados, recuou 3,9% no trimestre terminado em julho, em relação ao mesmo período do ano anterior, após apresentar reduções respectivas de 2,7% e de 0,5% nos

Gráfico 1.12 – Produção industrial

Bens de capital

Dados dessazonalizados

2000 = 100

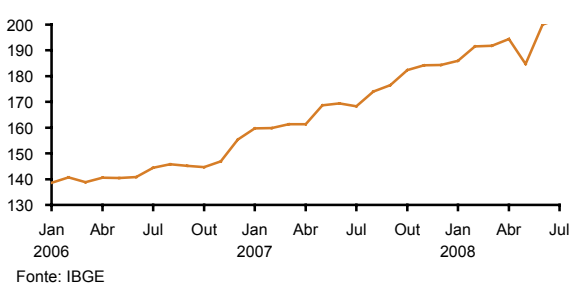


Gráfico 1.13 – Produtividade do trabalho

Dados dessazonalizados

2002 = 100

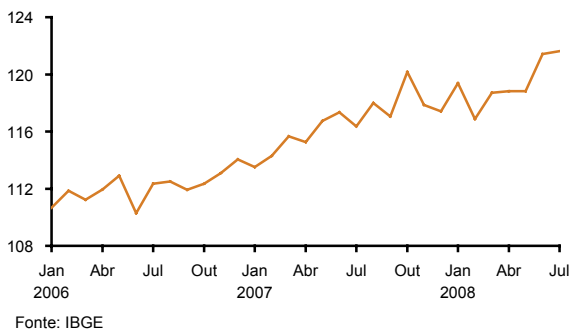
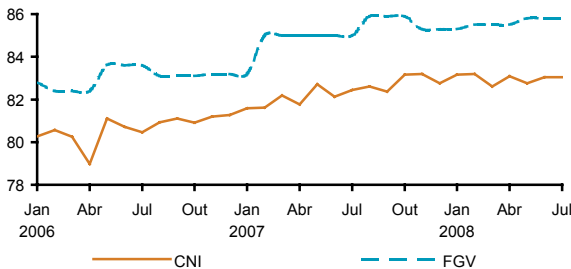


Gráfico 1.14 – Utilização da capacidade instalada na indústria de transformação

Dados dessazonalizados

%



trimestres finalizados em abril e em janeiro. Essa trajetória, que evidencia o aumento da produtividade do trabalho, indica que, mesmo se elevando em termos nominais, a evolução do CUT segue o ritmo de alta dos preços da economia, embora contribua para sustentar a expansão da demanda agregada.

Ressalte-se a expressiva discrepância observada entre as variações do Custo Unitário do Trabalho Real (CUTR) – definido como o CUT deflacionado pelo IPA do setor considerado – dos gêneros da indústria, considerada a comparação interanual do trimestre terminado em julho. Nesse sentido, as maiores variações do CUTR foram registradas nos gêneros vestuário, 10,1%; madeira, 10,2%; calçados e couro, 5,6%; produtos de metal, 4,9%; e máquinas e equipamentos, 4,8%; contrastando com os recuos assinalados nos gêneros alimentos e bebidas, 10,2%; metalurgia básica, 7,7%; papel e gráfica, 6,5%; e produtos químicos, 4,8%. Essas reduções, excetuando-se a observada no gênero papel e gráfica, traduziram, em especial, significativas elevações dos respectivos IPA, embora ocorressem aumentos também relevantes no CUT nominal.

O nível de utilização da capacidade instalada (Nuci) igualou, em julho, o recorde de 85,8% registrado em outubro de 2007, de acordo com dados dessazonalizados da FGV, com ênfase para os níveis, igualmente recordes, assinalados nos segmentos bens de capital, 89,1%, e material de construção, 89,7%.

Segundo a CNI, o Nuci na indústria de transformação atingiu 83,7% em julho, pela série dessazonalizada pelo Departamento Econômico do Banco Central (Depec), constituindo-se em novo recorde da série. Esse nível é 0,7 p.p. maior que o do mês anterior, após variação de 0,3 ponto percentual (p.p.) em junho, o que resultou em crescimento de 0,2 p.p. no trimestre terminado em julho, relativamente ao trimestre anterior.

Pela série de dados observados da FGV, o Nuci, em agosto, manteve-se em patamar elevado, atingindo 86,5%, 0,7 p.p. abaixo do recorde registrado em novembro de 2007 e 0,8 p.p. acima do de agosto de 2007.

A aceleração da produção industrial a partir de maio, em ambiente de taxas de utilização da capacidade ainda elevadas, pode ser vista como evidência da maturação de projetos de investimento nesse setor.

O Índice de Confiança da Indústria (ICI), evidenciando a confiança do empresário industrial em relação à trajetória da economia, recuperou-se em julho,

Tabela 1.8 – Índice de Confiança da Indústria^{1/}

Discriminação	2007	2008		
	Out	Jan	Abr	Jul
Indústria de transformação	122,5	119,2	116,4	120,1
Por categoria de uso:				
Bens de consumo	138,0	130,6	128,0	126,3
Bens de capital	139,1	130,1	132,7	136,7
Material para construção	128,0	122,3	123,9	148,4
Bens intermediários	118,9	117,7	114,5	118,8
Por componente:				
Índice de Situação Atual	127,6	125,1	123,8	126,7
Nível da demanda global	119,7	118,2	119,5	126,4
Nível de estoques	103,9	105,3	100,8	95,0
Situação dos negócios	132,4	125,1	124,8	132,6
Índice de Expectativas	117,5	113,3	108,9	113,4
Situação dos negócios	157,3	147,7	149,2	149,7
Emprego	123,3	120,1	116,5	122,0
Produção física	137,5	134,8	121,7	131,2

Fonte: FGV

^{1/} A média dos últimos dez anos corresponde a 100. Valores acima de 100 indicam expansão da atividade industrial (dados dessazonalizados).

quando atingiu 120,1 pontos, ante 116,4 pontos em abril, situando-se apenas 2,4 pontos abaixo do recorde registrado em outubro de 2007, segundo dados dessazonalizados. A recuperação observada no trimestre traduziu o aumento, de 123,8 pontos para 126,7 pontos, no Índice de Situação Atual, enquanto o Índice de Expectativas atingiu 113,4 pontos, ante 108,9 pontos em abril. Dados referentes a agosto sinalizam a manutenção da trajetória favorável do ICI, que atingiu 122,8 pontos segundo maior valor da série, resultado de estabilidade no ISA, 124,4 pontos, e de elevação de 2,7 pontos no IE, que alcançou o recorde de 121,2 pontos.

Apesar da confiança em alta dos empresários, observou-se aumento das empresas que indicam o nível de demanda como fator limitativo ao aumento da produção, de 9% em abril para 14% em julho, mostrando certa preocupação dos empresários quanto ao futuro comportamento da demanda. Os fatores ligados à oferta reduziram sua importância: escassez de mão-de-obra, de 9% em abril para 7% em julho; e escassez de matérias-primas, de 8% para 6%, no mesmo período.

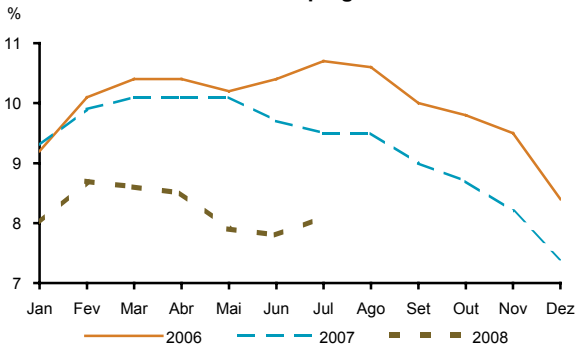
Apesar do aumento do nível de demanda como fator limitativo da produção, os empresários estão prevendo aumento da demanda global e da demanda interna. A produção também segue com previsão de aumento. Para os preços, as empresas com previsões de aumento superaram as empresas com previsões de diminuição em 41 pontos, o maior nível desde janeiro de 2003, quando atingiu 45 pontos.

1.3 Mercado de trabalho

Emprego

As condições do mercado de trabalho seguem favoráveis, registrando-se continuidade da tendência de redução na taxa de desemprego e substituição de empregos informais por postos com carteira assinada. Nesse cenário de maior formalização do mercado de trabalho, persiste, embora em ritmo menos intenso do que em períodos recentes, devido ao aumento das taxas de inflação, o movimento de ganhos de rendimentos reais.

De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), divulgada pelo IBGE, a taxa de desemprego média registrada nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela pesquisa atingiu 7,9% no trimestre terminado em julho, recuando 1,8 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. Esse recuo traduziu expansão da ocupação,

Gráfico 1.15 – Taxa de desemprego aberto

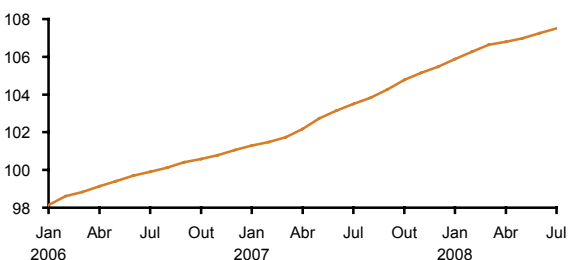
Fonte: IBGE

Tabela 1.9 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho – acumulado no período (em mil)				
	2007	2008			
		I Tri	II Tri	Jul	No ano
Total	1 617,4	554,4	806,9	203,2	1 564,6
Ind. de transformação	394,6	146,2	171,7	37,5	355,4
Comércio	405,1	19,3	112,9	25,3	157,4
Serviços	587,1	212,6	226,2	51,3	490,1
Construção civil	176,8	99,7	97,5	35,1	232,2
Agropecuária	21,1	48,7	178,3	44,9	272,0
Serv. ind. de util. pública	7,8	4,1	3,2	1,1	8,4
Outros ^{1/}	25,0	23,9	17,2	8,0	49,1

Fonte: MTE

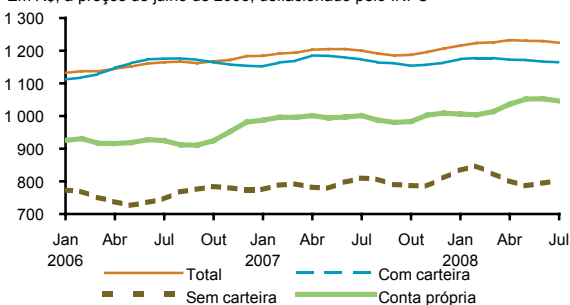
1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

Gráfico 1.16 – Emprego na indústria de transformação – Média móvel trimestralDados dessazonalizados
2003 = 100

Fonte: CNI

Gráfico 1.17 – Rendimento habitual médio real^{1/}

Em R\$, a preços de julho de 2008, deflacionado pelo INPC



Fonte: IBGE

1/ Média móvel trimestral.

haja vista que a oferta de mão-de-obra apresentou ligeira aceleração no período. O nível de emprego na área de abrangência da PME cresceu 4,4% no período, com ênfase para a expansão de 3,6% registrada na taxa de ocupação.

O número de trabalhadores com carteira assinada cresceu 8,9% nos sete primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2007, enquanto o relativo aos trabalhadores sem carteira assinada do setor privado recuou 1,3%, proporcionando aumento de 2 p.p., para 44%, no nível de formalidade do mercado de trabalho no período.

O aumento da formalidade no mercado de trabalho é ratificado pelas estatísticas do Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), que registraram a criação de 1.564,6 mil postos de trabalho com carteira de trabalho assinada, nos sete primeiros meses de 2008, recorde 27% superior ao anterior, registrado no período correspondente de 2004. Ressalte-se a contribuição, para esse resultado, da geração de 272 mil postos de trabalho no setor agrícola. O nível de emprego formal aumentou 6,3% no período, resultado de expansões generalizadas nos principais setores da economia, em especial nos segmentos construção civil, 17,4%; comércio, 6,7%; indústria de transformação, 6,2%; e serviços, 5,8%.

A evolução do emprego na indústria de transformação, considerados dados da pesquisa efetuada pela CNI junto a doze federações estaduais, cresceu 4,4% nos primeiros sete meses de 2008, em relação a igual período do ano anterior. A análise na margem indica, igualmente, aumento do emprego nesse segmento, atingindo 0,9% no trimestre terminado em julho, em relação ao encerrado em abril, considerados dados dessazonalizados.

Rendimentos

O rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME cresceu 2,1% no trimestre encerrado em julho, em relação a igual período de 2007, representando a continuidade da trajetória de acumulação de ganhos reais observada desde meados daquele ano.

A massa salarial real, produto do rendimento médio real habitualmente recebido pelo número de ocupados, cresceu 6,5% no trimestre em análise, apresentando aceleração em relação aos resultados correspondentes a

trimestres anteriores. A evolução da massa salarial real, que esteve associada, em especial, ao crescimento da ocupação, deverá seguir, nos próximos meses, como importante fator de sustentação do consumo das famílias.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB cresceu 6% no primeiro semestre de 2008, em relação ao mesmo período de 2007, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE. Ressalte-se, sob a ótica do produto, a evolução positiva generalizada dos componentes do produto agregado, enquanto, considerada a perspectiva da demanda, a contribuição negativa do setor externo atingiu 2,5 p.p. e o dinamismo da demanda interna proporcionou impacto positivo de 8,5 p.p.

A análise dos componentes da demanda segue, portanto, ratificando a importância da demanda interna para a sustentação do processo de crescimento da atividade econômica. Nesse sentido, evidenciando os impactos dos aumentos da massa salarial real e do volume das operações de crédito às pessoas físicas, o consumo das famílias cresceu 6,7% no primeiro semestre do ano, em relação ao período correspondente de 2007. Assinale-se que, considerados os fluxos trimestrais, em relação a períodos correspondentes no ano anterior, o consumo das famílias registrou, no segundo trimestre de 2008, a décima nona taxa de crescimento positiva em sequência. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu 15,7% no semestre, a maior taxa desde 1995 para o período. Adicionalmente, o consumo do governo aumentou 5,6%.

A contribuição do setor externo para o desempenho do PIB segue negativa. O impacto de -2,5 p.p., registrado no semestre, refletiu contribuições de 0,2 p.p. das exportações e de -2,8 p.p. das importações, que se elevaram, na ordem, 1,6% e 22,4% no período, trajetória consistente com a continuidade do ritmo de expansão da atividade econômica.

A produção da indústria aumentou 6,3% no primeiro semestre de 2008, em relação ao mesmo período do ano anterior, seguindo-se os resultados do setor de serviços, 5,3%; e da agropecuária, 5,2%.

A trajetória da indústria incorporou crescimento generalizado em todos os segmentos do setor, com ênfase para os aumentos de 9,4% na construção civil, resultado consistente tanto com a maior destinação de recursos a

Tabela 1.10 – Produto Interno Bruto – Preços de mercado

Discriminação	Variação %					
	2007				2008	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
Acumulado no ano	4,4	4,9	5,1	5,4	5,9	6,0
Acumulado em 4 trimestres	3,9	4,8	5,1	5,4	5,8	6,0
Trimestre/igual trimestre do ano anterior	4,4	5,4	5,6	6,2	5,9	6,1
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	1,0	1,3	1,9	1,8	0,8	1,6
Agropecuária	-0,1	-0,6	5,7	1,1	-1,3	3,8
Indústria	-0,3	1,5	1,9	1,3	1,7	0,9
Serviços	1,6	0,6	1,3	1,6	1,2	1,3

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Tabela 1.11 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %					
	2007			2008		
	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	
PIB a preços de mercado	4,9	5,1	5,4	5,9	6,0	
Consumo das famílias	5,7	5,8	6,5	6,6	6,7	
Consumo do governo	3,5	3,4	3,1	5,8	5,6	
Formação Bruta de						
Capital Fixo	11,4	12,5	13,4	15,2	15,7	
Exportação	9,7	6,7	6,6	-2,1	1,6	
Importação	19,2	19,6	20,7	18,9	22,4	

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

Revisão da Projeção para o PIB/2008

Incorporados os resultados do segundo trimestre de 2008, a estimativa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para este ano foi revisada de 4,8%, constante nos dois últimos “Relatórios de Inflação”, para 5%. O aumento da estimativa reflete melhora generalizada das projeções, seja considerada a ótica da produção ou da demanda.

A agropecuária deverá crescer 5,5% no ano, ante 5% na previsão anterior, alteração consistente com as recorrentes elevações projetadas para as safras nos Levantamentos Sistemáticos da Produção Agrícola (LSPA). Ressaltem-se os aumentos nas safras de trigo, 32,4%; café, 28%; cana-de-açúcar, 14,7%; e milho, 13%.

A estimativa relativa ao crescimento do setor industrial passou de 5,3% para 5,5%, evolução compatível com o maior dinamismo da construção civil, que deverá crescer 8,8%, comparativamente à projeção de 6,9% constante do último "Relatório de Inflação". A alteração introduzida no resultado do setor da construção evidencia a expansão do crédito imobiliário e do emprego, que favorece as vendas de materiais de construção, bem como a realização das obras de infra-estrutura no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Por outro lado, o crescimento da indústria extrativa mineral deverá atingir 4,4%, ante estimativa anterior de 6,7%, recuo associado, em especial, ao desempenho aquém do esperado da produção de petróleo. As estimativas de crescimento para a indústria de transformação e para a produção e distribuição de eletricidade, gás e água permaneceram em 4,7% e 5,1%, respectivamente.

A projeção relacionada à expansão do setor de serviços passou de 4,4% para 4,5%, alteração

consistente com os aumentos nas estimativas de crescimento dos setores agropecuário e industrial. O maior dinamismo desse setor deverá refletir, em especial, o desempenho dos subsetores intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos, 10,6%; comércio, 7,3%; e serviços de informação, 7,8%. Os demais subsetores deverão apresentar, igualmente, resultados positivos no ano, atingindo 4,2% em transporte, armazenagem e correio; 1,6% em administração, saúde e educação públicas; 2,1% em atividades imobiliárias e aluguel; e 2,6% em outros serviços.

Considerara a ótica da demanda, a revisão mais significativa ocorreu na estimativa para o crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo

Tabela 1– Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação acumulada no ano						
	2007	2007			2008		
	Pesos	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	IV Tri ^{1/}
Agropecuária – Total	4,7	2,3	4,5	5,3	3,0	5,2	5,5
Indústria – Total	24,6	5,1	5,0	4,9	6,9	6,3	5,5
Extrativa mineral	1,7	5,0	3,9	3,0	3,3	4,3	4,4
Transformação	15,2	5,3	5,5	5,1	7,3	6,0	4,7
Construção civil	4,5	4,3	4,6	5,0	8,8	9,4	8,8
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	3,2	4,9	4,5	5,0	5,5	5,0	5,1
Serviços – Total	56,3	4,5	4,5	4,7	5,0	5,3	4,5
Comércio	9,4	7,1	7,2	7,6	7,7	8,3	7,3
Transporte, armazenagem e correio	4,7	4,9	4,8	4,8	3,7	4,1	4,2
Serviços de informação	3,3	7,1	7,6	8,0	9,5	9,6	7,8
Intermediação financeira ^{2/}	6,5	9,4	10,7	13,0	15,2	14,0	10,6
Outros serviços	12,0	2,9	2,5	2,3	2,6	3,3	2,6
Atividades imobiliárias e aluguel	7,5	4,2	3,9	3,5	2,1	2,0	2,1
Administração, saúde e educação públicas	12,8	1,1	1,1	0,9	1,1	1,7	1,6
Valor adicionado a preços básicos	85,6	4,4	4,6	4,8	5,5	5,6	4,8
Impostos sobre produtos	14,4	8,1	8,3	9,1	8,0	8,3	6,5
PIB a preços de mercado	100,0	4,9	5,1	5,4	5,9	6,0	5,0

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

2/ Inclui seguros, previdência complementar e serviços relativos.

(FBCF), de 11,8% para 14,3%, expansão que traduz o crescimento de 16,2% registrado no segundo trimestre de 2008, ante o mesmo período do ano anterior, e a continuidade da confiança do empresariado no bom desempenho da economia brasileira. Tal confiança é condicionada pela manutenção da estabilidade econômica, mesmo em ambiente global turbulento. O crescimento esperado para o consumo das famílias

recuou de 6,6% para 5,8%, enquanto o associado ao consumo do governo foi elevado em 0,2 p.p., para 4,6%. A menor variação do consumo das famílias incorpora os efeitos, que deverão ser gradativamente evidenciados ao longo do segundo semestre, da postura mais restritiva da política monetária, bem como a elevada base de comparação, ressaltando-se que a nova estimativa anual considera crescimentos trimestrais dessazonalizados de, igualmente, 1,2% no terceiro e quarto trimestres do ano. O aumento na projeção do consumo do governo está associado à expansão de 5,6% registrada no primeiro semestre do ano, em relação ao período correspondente de 2007.

A contribuição da demanda interna, responsável, exclusivamente, pelo terceiro ano consecutivo, pelo crescimento da economia, é estimada em 7,2 p.p., incluindo a variação de estoque, enquanto a do setor externo deverá se manter em -2,2 p.p., menor contribuição negativa desde 1995, quando alcançou -3 p.p. Esse resultado reflete elevações de 21,1% nas importações e de 3% nas exportações, ante 21,3% e 3,3%, respectivamente, esperadas no "Relatório de Inflação" anterior, reduções compatíveis, na ordem, com o arrefecimento esperado da demanda doméstica, parcialmente atendida pelas importações, e com os desdobramentos do cenário externo sobre o desempenho das exportações brasileiras.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto – Variação por componente da demanda

Período	PIB a preços de mercado	Consumo das famílias	Consumo do governo	Consumo total	Formação Bruta de Capital Fixo	Exportações	Importações	%
2002	2,7	1,9	4,7	2,6	-5,2	7,4	-11,8	
2003	1,1	-0,8	1,2	-0,3	-4,6	10,4	-1,6	
2004	5,7	3,8	4,1	3,9	9,1	15,3	13,3	
2005	3,2	4,5	2,3	3,9	3,6	9,3	8,5	
2006	3,8	4,6	2,8	4,2	10,0	4,7	18,3	
Contribuição (p.p.)		2,8	0,6	3,4	1,6	0,7	-2,1	
2007	5,4	6,5	3,1	5,7	13,4	6,6	20,7	
Contribuição (p.p.)		3,9	0,6	4,5	2,2	1,0	-2,4	
2008 (estimado)	5,0	5,8	4,6	5,5	14,3	3,0	21,1	
Contribuição (p.p.)		3,6	0,9	4,5	2,5	0,4	-2,6	

Fonte: IBGE e Banco Central

Tabela 1.12 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %					
	2007			2008		
	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	
Agropecuária	2,3	4,5	5,3	3,0	5,2	
Indústria	5,1	5,0	4,9	6,9	6,3	
Extrativa mineral	5,0	3,9	3,0	3,3	4,3	
Transformação	5,3	5,5	5,1	7,3	6,0	
Construção civil	4,3	4,6	5,0	8,8	9,4	
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	4,9	4,5	5,0	5,5	5,0	
Serviços	4,5	4,5	4,7	5,0	5,3	
Comércio	7,1	7,2	7,6	7,7	8,3	
Transporte, armazenagem e correio	4,9	4,8	4,8	3,7	4,1	
Serviços de informação	7,1	7,6	8,0	9,5	9,6	
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos	9,4	10,7	13,0	15,2	14,0	
Outros serviços	2,9	2,5	2,3	2,6	3,3	
Atividades imobiliárias e aluguel	4,2	3,9	3,5	2,1	2,0	
Administração, saúde e educação públicas	1,1	1,1	0,9	1,1	1,7	
Valor adic. a preços básicos	4,4	4,6	4,8	5,5	5,6	
Impostos sobre produtos	8,1	8,3	9,1	8,0	8,3	
PIB a preços de mercado	4,9	5,1	5,4	5,9	6,0	

Fonte: IBGE

financiamentos imobiliários quanto com a intensificação das obras de infra-estrutura no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC); de 5% nos serviços industriais de utilidade pública; e de 4,3% na produção extrativa mineral, favorecida pelas expansões nas produções de petróleo (óleo bruto e LGN – líquidos de gás natural), 2,2%, e de gás, 17,9%. A indústria de transformação cresceu 6% nos primeiros seis meses de 2008, em relação ao mesmo período do ano anterior.

O crescimento no segmento de serviços refletiu, a exemplo do observado na indústria, a ocorrência de resultados setoriais favoráveis generalizados, com destaque para as contribuições exercidas pelos setores comércio e transporte, armazenagem e correio, que apresentaram expansões respectivas de 8,3% e 4,1% no semestre. Ressaltem-se, adicionalmente, as elevações assinaladas nos setores intermediação financeira, seguros, previdência e serviços relativos, 14%; serviços de informação, 9,6%; e outros serviços, 3,3%.

O desempenho da agropecuária no semestre, em linha com as projeções efetuadas no âmbito do LSPA no decorrer do ano, refletiu, em grande parte, o crescimento registrado na safra de grãos, resultado associado, em especial, às expansões observadas em lavouras representativas no período, a exemplo de feijão, milho e soja.

Tabela 1.13 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

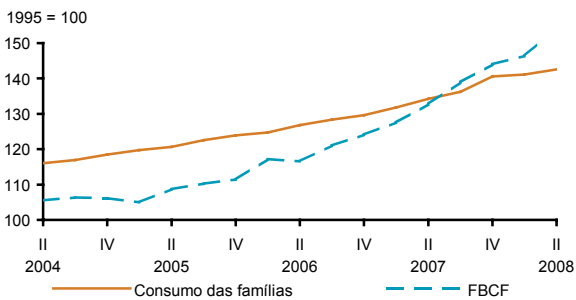
Discriminação	Variação %					
	2007				2008	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
PIB a preços de mercado	1,0	1,3	1,9	1,8	0,8	1,6
Agropecuária	-0,1	-0,6	5,7	1,1	-1,3	3,8
Indústria	-0,3	1,5	1,9	1,3	1,7	0,9
Serviços	1,6	0,6	1,3	1,6	1,2	1,3
Consumo das famílias	1,7	1,9	1,5	3,2	0,4	1,0
Consumo do governo	1,1	0,3	0,9	0,6	3,2	0,3
Formação Bruta de						
Capital Fixo	2,8	4,1	4,7	3,7	1,6	5,4
Exportação	1,0	1,5	-1,2	5,2	-6,9	8,5
Importação	4,8	2,4	8,9	5,4	0,8	8,4

Fonte: IBGE

Na margem, o PIB cresceu 1,6% no segundo trimestre do ano, em relação ao trimestre anterior, considerando dados dessazonalizados. Esse resultado, que se constituiu no décimo primeiro crescimento consecutivo nessa base de comparação, ratifica o desempenho de indicadores setoriais antecedentes e revela a continuidade da trajetória de crescimento da economia brasileira. A agropecuária cresceu 3,8% no trimestre, seguindo-se os setores de serviços, 1,3%; e industrial, 0,9%. A análise por componentes da demanda revela recuperação do consumo das famílias, que aumentou 1% no trimestre, enquanto os gastos governamentais aumentaram 0,3%, após a elevação de 3,2% registrada no trimestre anterior. Adicionalmente, a FBCF aumentou 5,4% em relação ao primeiro trimestre do ano, oitavo resultado positivo em seqüência, nesse tipo de comparação, enquanto as exportações se elevaram 8,5% e as importações, 8,4%.

A evolução do PIB no primeiro semestre de 2008 e o desempenho recente de indicadores setoriais e de demanda mostram-se consistentes com a projeção de expansão de 5% do produto para o ano.

Gráfico 1.18 – Consumo das famílias e Formação Bruta de Capital Fixo^{1/}



Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

1.5 Investimentos

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, aumentaram 16,2% no segundo trimestre de 2008, em relação ao mesmo período do ano anterior, representando o décimo oitavo trimestre consecutivo de expansão nessa base de comparação. Considerados dados dessazonalizados, os investimentos apresentaram crescimento de 5,4% em relação ao primeiro trimestre do ano. Adicionalmente, os investimentos elevaram-se 15,7% no primeiro semestre, em relação ao período correspondente de 2007, configurando o melhor resultado, nessa base de comparação, desde 1995.

A continuidade do vigor dos investimentos vinha sendo sinalizada por indicadores mensais da FBCF. Nesse sentido, a produção de insumos para a construção civil, em linha com o dinamismo apresentado pelo setor nos últimos trimestres, cresceu 10,1% no segundo trimestre do ano, em relação ao mesmo período de 2007, enquanto a produção, as importações e as exportações de bens de capital aumentaram, respectivamente, 17,5%, 38,8% e 9,8%, na mesma base de comparação, determinando crescimento de 17,9% da absorção dessa categoria de bens.

A segmentação da produção de bens de capital revela crescimento generalizado nos componentes dessa indústria, com ênfase para o desempenho dos segmentos bens destinados ao setor agrícola, 32,9%; equipamentos de transporte, 27,6%; bens industriais não seriados, 20,5%; bens destinados ao setor de energia elétrica, 13,5%; e bens de capital de uso misto, 10,7%.

Os indicadores antecedentes da FBCF seguem sugerindo a continuidade de sua expansão nos próximos meses. A produção de insumos da construção civil cresceu 14,4% em julho, em relação ao mesmo mês do ano anterior, enquanto a absorção interna de bens de capital aumentou 17% no período, refletindo expansões respectivas de 16,4%, 52,1% e 16,1% em produção, importações e exportações de tais bens. No mesmo sentido, estatísticas da Anfavea relativas a agosto revelaram crescimento, em relação a igual mês de 2007, nas produções de máquinas agrícolas, 16,8%; caminhões, 21,6%; e ônibus, 3,5%, mesmo considerando que agosto de 2008 conta com dois dias úteis a menos.

Os desembolsos do sistema do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) totalizaram R\$37,9 bilhões nos primeiros seis meses de 2008, elevando-se 53,4% em relação a igual período de 2007, ressaltando-se os

aumentos nos recursos destinados ao comércio e serviços, 79,1%; à indústria de transformação, 31,8%; e à agropecuária, 15,8%, que representaram, na ordem, 50,1%, 39,9% e 7,5% do total desembolsado no semestre.

1.6 Conclusão

A atividade econômica segue apresentando resultados positivos. O crescimento do PIB na margem, pelo décimo primeiro trimestre consecutivo, reflete a evolução favorável de variáveis diretamente relacionadas à melhoria do bem-estar econômico e social, com ênfase para o crescimento do consumo das famílias e a melhoria qualitativa e quantitativa no mercado de trabalho.

Esse dinamismo deve continuar, a despeito do cenário de maior redução no nível da atividade da economia mundial. Nesse sentido, além do desempenho positivo do emprego, da massa salarial, das expectativas dos empresários e do nível das operações de crédito, ganha importância o processo persistente de crescimento registrado nas taxas de investimento. Adicionalmente, o desempenho da construção civil segue registrando forte aceleração expressa na evolução de indicadores antecedentes, movimento igualmente relevante para a sustentação do atual ciclo de expansão da economia brasileira.

O recuo registrado pelas taxas de inflação no trimestre encerrado em agosto, em relação ao período março a maio, pode ser observado tanto nos índices de preços ao consumidor – favorecidos, em especial, pelo arrefecimento nos preços da alimentação – quanto nos índices gerais de preços, que evidenciaram, em grande parte, a redução ocorrida nos preços internacionais das *commodities* agrícolas, no final do trimestre.

2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

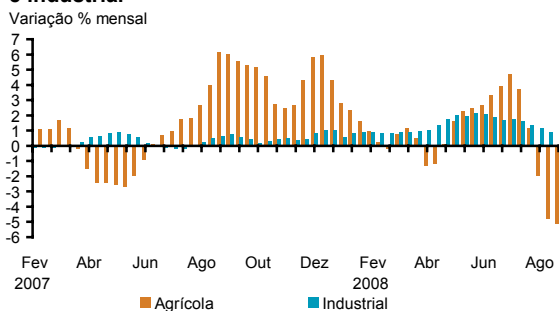
Discriminação	Variação % mensal				
	2008				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IGP-DI	1,12	1,88	1,89	1,12	-0,38
IPA	1,30	2,22	2,29	1,28	-0,80
IPC-Br	0,72	0,87	0,77	0,53	0,14
INCC	0,87	2,02	1,92	1,46	1,18

Fonte: FGV

Os índices gerais de preços, após apresentarem taxas de crescimento elevadas em junho e julho, registraram taxas negativas em agosto, primeira deflação desde maio de 2006. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) cresceu 2,64% no trimestre encerrado em agosto, ante 3,73% naquele finalizado em maio, resultado consistente com a evolução dos preços no segmento atacadista e no âmbito varejista.

Os preços no atacado cresceram 2,78%, no período, ante 4,38% no trimestre encerrado em maio. Essa desaceleração refletiu certo arrefecimento na elevação dos preços industriais, que aumentaram 3,94%, ante 4,90% no trimestre finalizado em maio, e, em especial, a deflação de 0,29% observada nos preços agrícolas, que haviam crescido 3,02% no período anterior. A evolução dos preços no segmento industrial, refletindo, ainda, a elevação das cotações das *commodities* metálicas e dos preços dos produtos derivados de petróleo e álcool, ocorreu com maior intensidade nos setores metalurgia básica, produtos químicos, produtos de metal e minerais não-metálicos, enquanto o desempenho dos preços agrícolas, após forte elevação, mostra sinais de desaceleração. O comportamento dos preços agrícolas no atacado sugere prováveis desdobramentos favoráveis sobre a evolução dos preços ao consumidor nos próximos meses, mas a trajetória dos preços industriais no atacado pode atuar em direção oposta.

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



Fonte: FGV

O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) cresceu 1,45% no trimestre encerrado em agosto, ante 2,05% naquele encerrado em maio, resultado associado, assim como nos demais índices de preços ao consumidor, à menor elevação de preços no grupo alimentação e à queda de preços no grupo vestuário.

2.2 Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

O IPCA aumentou 1,56% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,83% naquele finalizado em maio, refletindo arrefecimento dos preços livres e aceleração dos preços monitorados, responsáveis, na ordem, por 1,72 p.p. e 1,17 p.p. da variação do indicador, que apresentou variações mensais de 0,74% em junho; de 0,53% em julho; e de 0,28% em agosto.

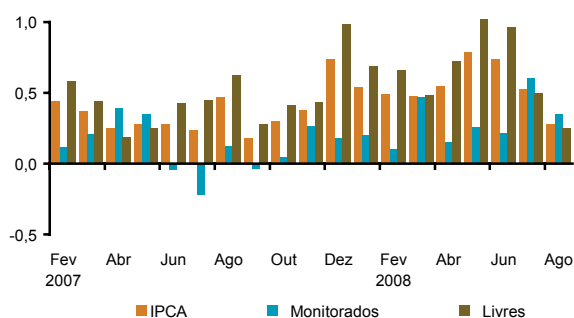
A redução de 0,52 p.p., para 1,72%, na variação trimestral dos preços livres, refletiu tanto a desaceleração, de 4,18% para 3,00%, nos preços do grupo alimentação, influenciada pelas quedas de preços dos produtos *in natura*, quanto a menor alta dos preços dos produtos industrializados, apesar do aumento, de 2,36% para 7,46%, nos preços dos alimentos semi-elaborados. A variação dos preços livres, excluído o grupo alimentação, atingiu 1,12% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,35% naquele finalizado em maio, registrando-se variações de 0,78% no grupo vestuário e de 0,45% no grupo educação. Os preços de serviços, que tendem a ser mais sensíveis à evolução da demanda doméstica, tiveram variação de 1,30% no trimestre encerrado em agosto, ante 1,19% entre março e maio, e acumulam elevação de 4,45% no ano, frente a 3,74% no mesmo período de 2007. Os preços monitorados cresceram 1,17% no período, ante variação acumulada de 0,88%, de março a maio.

A evolução do índice de difusão do IPCA, que revela a proporção do número de itens que apresentou variação positiva no índice, constituiu-se em indicativo adicional da menor elevação dos preços. Nesse sentido, o indicador apresentou média de 63,19% no trimestre encerrado em agosto, ante 63,98% naquele finalizado em maio, mas permanece acima da média de 58,0% observada em igual período de 2007.

Incorporado o resultado de agosto, o IPCA acumulou variação de 4,48% no ano, ante 2,80% no período correspondente de 2007. Os preços dos bens e serviços monitorados cresceram 2,37%, enquanto os preços livres

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

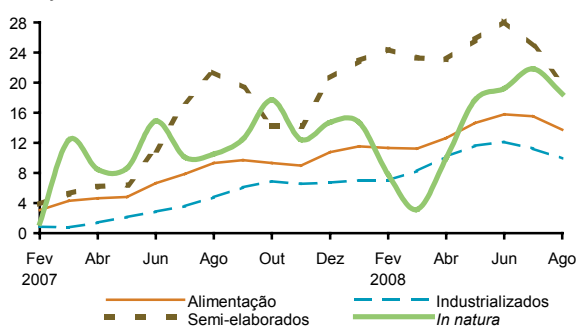
Variação % mensal



Fonte: IBGE

Gráfico 2.3 – IPCA – Alimentação

Variação % em 12 meses

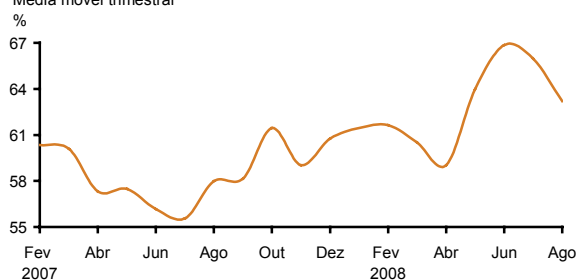


Fonte: IBGE

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.

variaram 5,40%, ante 1,19% e 3,53%, respectivamente, no ano anterior.

2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados aumentaram 1,17% no trimestre encerrado em agosto. A trajetória de aceleração em relação ao trimestre anterior, quando o indicador acumulou variação de 0,88%, refletiu, principalmente, a elevação dos preços das tarifas de telefone fixo, plano de saúde, taxa de água e esgoto, pedágio, ônibus interestadual, energia elétrica e passagens aéreas.

Evidenciando os reajustes autorizados em julho, pela Anatel, para os itens assinatura, 2,77%, e pulsos, 3,01%, a tarifa de telefone fixo variou 2,90% no trimestre. O aumento da taxa de água e esgoto atingiu 3,12%, registrando-se elevações em Salvador, 12,07%; Rio de Janeiro, 11,93%; Belém, 11,71%; Fortaleza, 6,17%; Porto Alegre, 4,10%; e Goiânia, 0,14%. Os preços relativos a pedágio, ônibus interestadual e passagens aéreas apresentaram elevações respectivas de 8,87%, 7,96% e 4,06% no trimestre encerrado em agosto.

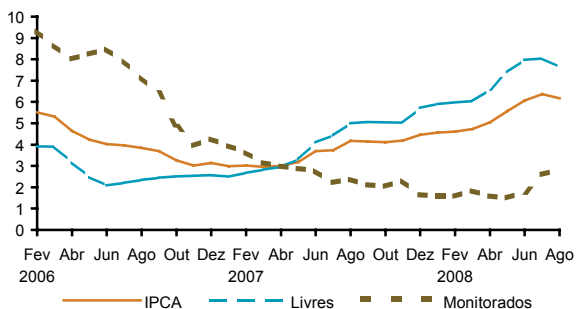
2.4 Núcleo de inflação

Os núcleos do IPCA acompanharam, no período junho a agosto, a trajetória declinante apresentada pelo índice cheio. O núcleo calculado com a exclusão de alimentos no domicílio e de preços monitorados apresentou variações de 0,55% em junho, 0,39% em julho e 0,50% em agosto, acumulando 1,44% no trimestre, ante 1,58% no período março a maio, e 5,87% nos últimos doze meses, maior variação desde janeiro de 2006, nessa base de comparação.

O núcleo calculado pelo método das médias aparadas, com suavização de itens preestabelecidos, registrou variações de 0,49% em junho, 0,36% em julho e, também, 0,36% em agosto, acumulando 1,21% no período, ante 1,38% no trimestre encerrado em maio. O critério utilizado para o cálculo dessa medida de núcleo exclui os itens cuja variação mensal se situe acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20 da distribuição, além de suavizar ao longo de doze meses a variação de itens cujas variações são concentradas em poucos períodos do ano. Nos últimos doze meses, esse indicador acumulou alta de 4,85%. Sem o procedimento de suavização de itens específicos, o núcleo de inflação por médias aparadas variou 0,48% em junho,

Gráfico 2.5 – IPCA – Grupos discriminados

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE

Tabela 2.2 – Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos 2008	Variação % mensal					
		Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	No ano
IPCA	100,00	0,55	0,79	0,74	0,53	0,28	4,48
Livres	70,31	0,72	1,02	0,96	0,50	0,25	5,40
Monitorados	29,69	0,15	0,26	0,22	0,60	0,35	2,37
Principais itens							
Energia elétrica	3,28	-0,49	-0,60	-1,02	0,93	1,03	0,83
Água e esgoto	1,60	0,41	0,23	0,73	0,79	1,57	5,26
Ônibus urbano	3,70	0,10	0,31	0,00	0,00	0,00	2,16
Passagem aérea	0,29	0,31	2,26	3,70	0,13	0,22	7,59
Gasolina	4,25	-0,14	0,05	-0,08	0,59	-0,25	-0,88
Gás de bujão	1,13	-0,17	1,55	0,52	0,15	-0,02	2,05
Remédios	2,87	1,18	0,97	0,66	0,37	-0,41	3,49
Plano de saúde	3,36	0,52	0,52	0,51	0,49	0,48	4,15

Fonte: IBGE

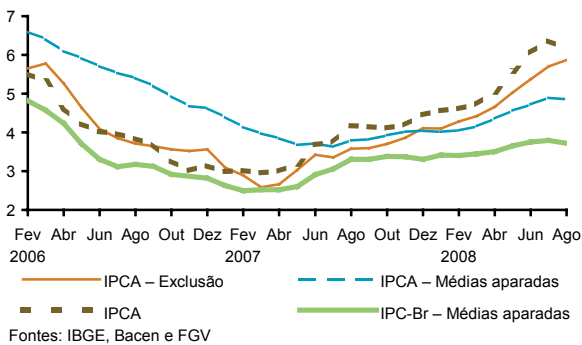
Tabela 2.3 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2008				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA (cheio)	0,55	0,79	0,74	0,53	0,28
Exclusão	0,53	0,68	0,55	0,39	0,50
Médias aparadas					
Com suavização	0,48	0,50	0,49	0,36	0,36
Sem suavização	0,41	0,55	0,48	0,43	0,42
IPC-Br (cheio)	0,72	0,87	0,77	0,53	0,14
Médias aparadas	0,38	0,44	0,44	0,30	0,30

Fontes: IBGE, Bacen e FGV

Gráfico 2.6 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



0,43% em julho e 0,42% em agosto, acumulando alta de 1,34% no período, ante 1,37% de março a maio. Nos doze meses finalizados em agosto, o indicador acumulou alta de 4,92%.

Todas as medidas de núcleo para o IPCA encontram-se, portanto, acima do centro da meta estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela FGV pelo método das médias aparadas com suavização, acumulou alta de 3,72% nos últimos doze meses, registrando aumentos de 0,44% em junho, 0,30% em julho e 0,30% em agosto.

2.5 Expectativas de mercado

As expectativas de inflação para 2008, coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin), retornaram ao nível observado no final do segundo trimestre desse ano. Segundo o relatório Focus, de final de agosto, a mediana das previsões, após dezoito semanas consecutivas de expectativas de alta e cinco semanas consecutivas de revisões para baixo, projeta variação anual de 6,3% para o IPCA em 2008, mesma taxa de final de junho. Para 2009, horizonte mais relevante do ponto de vista da política monetária, as expectativas de inflação continuaram a mostrar deterioração, passando de 4,8% para 5%. As projeções estão acima da meta de 4,5% para 2009, perseguida pelo Comitê de Política Monetária (Copom).

Gráfico 2.7 – IPCA

Medianas

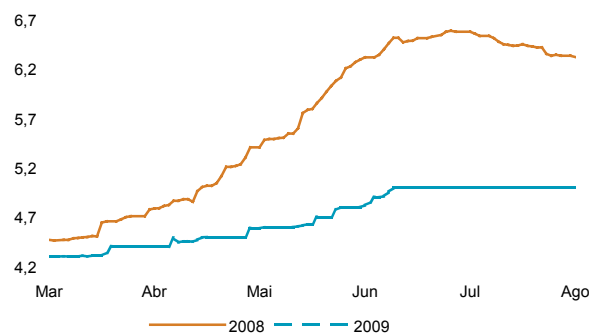
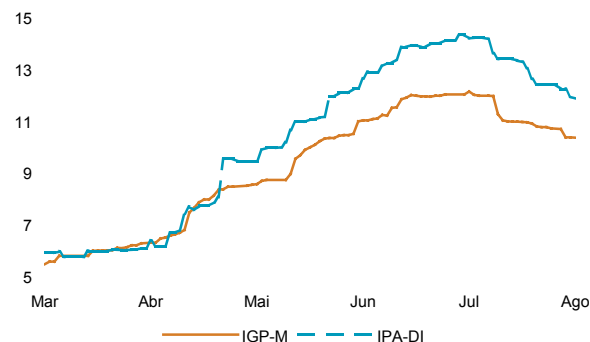


Gráfico 2.8 – IGP-M e IPA-DI

Medianas 2008

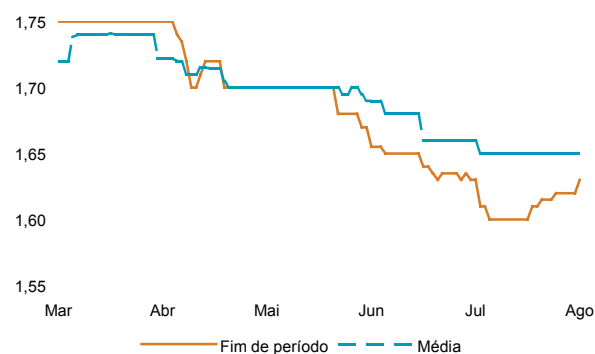


A evolução das projeções para o IPCA doze meses à frente confirma que se reduziu a divergência entre as expectativas de inflação e a trajetória das metas. As expectativas para inflação doze meses à frente – suavizada – alcançaram 5,3% na última semana de agosto, mesma taxa observada no final do segundo trimestre, mas abaixo do máximo de 5,4% observado na última semana de julho.

As medianas relativas ao Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) e ao Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), para 2008, atingiram 10,4% e 11,9%, respectivamente, no final de agosto, ante, na mesma ordem, 11,0% e 12,7% ao final de junho. Para 2009, as medianas dessas projeções foram aumentadas de 5,1% e 5,2%, respectivamente, para 5,5% e 5,9%, no período.

Gráfico 2.9 – Câmbio

Medianas 2008

**Tabela 2.4 – Resumo das expectativas de mercado**

	31.3.2008		30.6.2008		29.8.2008	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
IPCA	4,5	4,3	6,3	4,8	6,3	5,0
IGP-M	5,8	4,4	11,0	5,1	10,4	5,5
IPA-DI	5,8	4,4	12,7	5,2	11,9	5,9
Preços Administrados	3,5	4,0	3,8	4,9	3,8	5,1
Selic (fim de período)	12,0	10,8	14,3	13,5	14,8	14,0
Selic (média do período)	11,7	10,8	12,6	13,6	12,8	14,3
Câmbio (fim de período)	1,75	1,85	1,65	1,76	1,63	1,73
Câmbio (média do período)	1,74	1,80	1,69	1,74	1,65	1,68
PIB	4,6	4,1	4,8	4,0	4,8	3,6

A mediana das expectativas quanto à evolução dos preços administrados ou monitorados por contratos foi mantida em 3,8%, para 2008, enquanto a relativa a 2009 foi elevada de 4,9%, ao final de junho, para 5,1%.

As projeções de mercado para a taxa de câmbio mantiveram a expectativa de continuidade do cenário favorável para as contas externas brasileiras. As medianas para as taxas de câmbio média e de final de período, em 2008, alcançaram R\$1,65/US\$ e R\$1,63/US\$, ao final de agosto, ante, na mesma ordem, R\$1,69/US\$ e R\$1,65/US\$ ao final de junho. No mesmo sentido, as projeções relativas às medianas das taxas de câmbio média e de final de período em 2009 recuaram, na ordem, de R\$1,74/US\$ para R\$1,68/US\$, e de R\$1,76/US\$ para R\$1,73/US\$.

A revisão das projeções para a meta da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) acompanhou o aumento do caráter restritivo da política monetária observado em julho. Nesse sentido, as medianas relativas às taxas Selic de final de 2008 e de 2009 passaram, na ordem, de 14,25% ao ano (a.a.) e 13,5% a.a., ao final de junho, para 14,75% a.a. e 14% a.a., respectivamente, ao final de agosto.

A mediana das projeções para a taxa de crescimento do PIB em 2008 manteve-se em 4,8%, enquanto a relativa ao desempenho da economia brasileira em 2009 foi reduzida de 4%, ao final de junho, para 3,6%, ao final de agosto.

2.6 Conclusão

O comportamento dos preços nos últimos meses, bem como as expectativas quanto à sua evolução, evidenciam que a incerteza relativa à trajetória da inflação começa a ser dissipada, ainda que persistam as pressões sobre os preços industriais no atacado e os de serviços. Essa evolução deve ser atribuída, em parte, à ação da política monetária, ainda que seja possível identificar no comportamento recente dos preços fatores pontuais relacionados a movimentos de acomodação de preços internacionais.

Nesse sentido, a melhora relativa nas perspectivas relacionadas à evolução dos preços, expressa pelas estimativas de mercado, também resulta, fundamentalmente, das ações de política monetária implementadas. Nos próximos meses, dissipadas as pressões pontuais sobre preços, o comportamento do nível da atividade passa a incorporar importância crescente para a sua dinâmica.

3.1 Crédito

O volume total das operações de crédito do sistema financeiro, considerados recursos livres e direcionados, atingiu R\$1.086 bilhões em julho, com acréscimos de 6,6% no trimestre e de 32,7% em doze meses, passando a representar 37% do PIB, ante 36,1% em abril e 32,4% em julho de 2007.

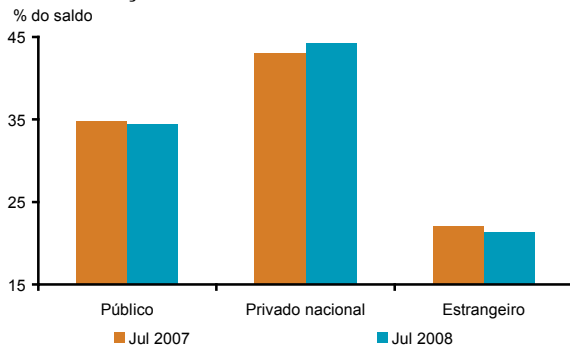
Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	2008				R\$ bilhões	
	Abr	Mai	Jun	Jul	Variação %	
					3	12
				meses		meses
Total	1 018,1	1 044,9	1 067,7	1 085,7	6,6	32,7
Recursos livres	725,3	746,1	763,8	778,1	7,3	35,9
Direcionados	292,9	298,8	303,9	307,6	5,0	25,4

Participação %:						
Total/PIB	36,1	36,4	36,6	37,0		
Rec. livres/PIB	25,7	26,0	26,2	26,5		
Rec. direc./PIB	10,4	10,4	10,4	10,5		

A evolução do crédito no trimestre encerrado em julho, em cenário de estabilidade da inadimplência, seguiu a trajetória observada no trimestre finalizado em abril, não obstante a continuidade do movimento de alta das taxas de juros. A demanda de recursos bancários por parte das empresas manteve-se significativa, constituindo-se em importante suporte para a dinamização da atividade econômica. Nesse aspecto, ressaltou-se a expansão crescente das operações para capital de giro – modalidade tradicionalmente destinada à recomposição do fluxo de caixa das empresas – que, tendo em vista as dificuldades de captação de recursos fora do sistema bancário, sobretudo pelas empresas de menor porte, vem sendo utilizada como alternativa aos financiamentos para investimentos do setor produtivo.

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras



O desempenho das operações de crédito no segmento de pessoas físicas, a despeito da continuidade das condições favoráveis do mercado de trabalho, apresentou ritmo de crescimento menos acelerado, traduzindo, principalmente, a acomodação das contratações na modalidade de créditos consignados em folhas de pagamento. Ao mesmo tempo, assinalou-se a expressiva contribuição das operações de *leasing* para a ampliação das possibilidades de dispêndio tanto para pessoas jurídicas quanto para pessoas físicas.

Relativamente à distribuição do crédito sob a ótica do controle de capital das instituições financeiras, os empréstimos realizados pelos bancos privados nacionais totalizaram R\$481 bilhões ao final de julho, elevando-se 7,7% em relação a abril e passando a representar 44,3%

Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas – Instituições privadas nacionais

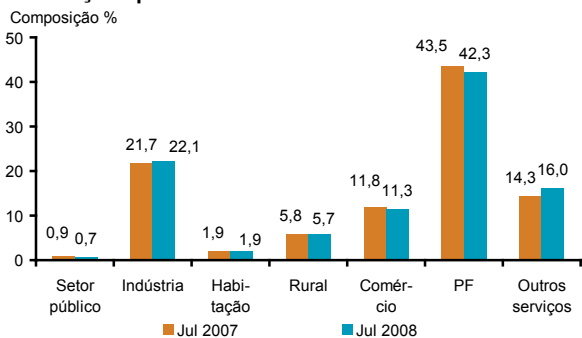


Gráfico 3.3 – Crédito para atividades econômicas – Instituições públicas

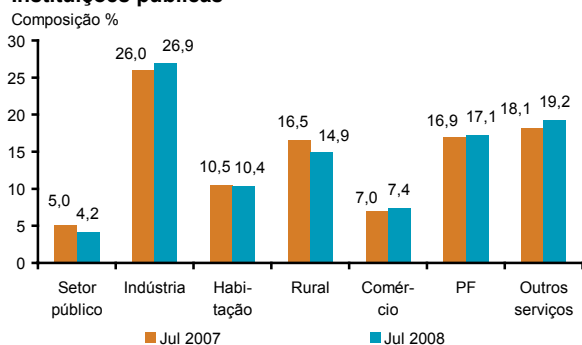


Gráfico 3.4 – Crédito para atividades econômicas – Instituições estrangeiras

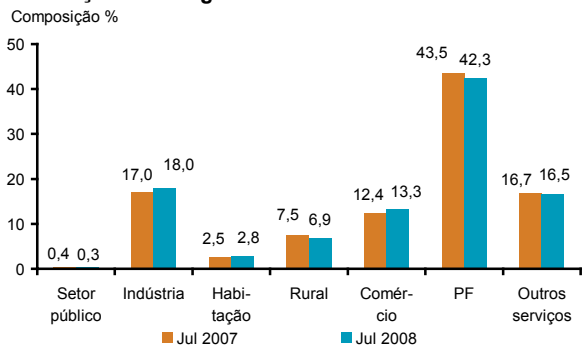
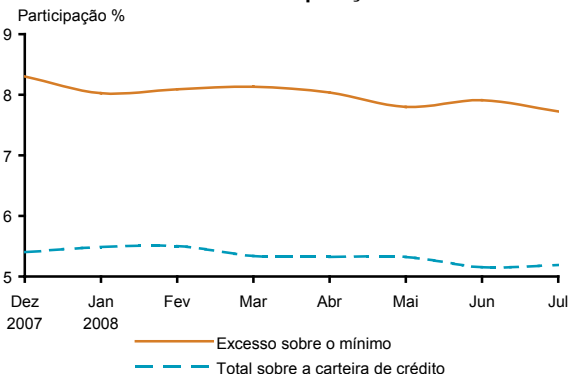


Gráfico 3.5 – Provisões de operações de crédito



da carteira total do sistema financeiro. Esse desempenho traduziu, em especial, o aumento das operações contratadas com os segmentos pessoas físicas, indústria e outros serviços. Os créditos concedidos pelas instituições estrangeiras aumentaram 4,5% no trimestre, para R\$231,5 bilhões, refletindo o desempenho das operações destinadas a pessoas físicas, comércio e outros serviços. O saldo dos financiamentos contratados pelos bancos públicos atingiu R\$373,2 bilhões em julho, 34,4% do total do sistema financeiro, ressaltando-se que a expansão de 6,7% em relação a abril evidenciou o aumento da demanda nos segmentos outros serviços, pessoas físicas e habitação.

As operações de crédito realizadas com o setor privado alcançaram R\$1.066 bilhões em julho, registrando elevação de 6,8% no trimestre. Os recursos destinados a pessoas físicas totalizaram R\$365,2 bilhões, crescendo 6,5% em relação a abril, enquanto o saldo das operações com a indústria, impulsionado pelo desempenho dos setores agroindústria, metalurgia e química, elevaram-se 4,6%, para R\$248,3 bilhões. Os créditos para o segmento outros serviços cresceram 10% no período, somando R\$186,9 bilhões, com ênfase para as operações vinculadas a investimentos em empresas de telecomunicações e às atividades transportes e administração de cartão de crédito. Os empréstimos destinados ao comércio somaram R\$112,8 bilhões, elevando-se 7,9% em relação a abril, com destaque para os segmentos supermercados, distribuição de combustíveis e automotivo.

Os financiamentos contratados pelo setor público totalizaram R\$19,5 bilhões ao final de julho. O recuo de 0,2% em relação a abril refletiu, em grande parte, a liquidação de contratos vinculados a operações com empresas de geração e distribuição de eletricidade. A dívida dos governos estaduais e municipais atingiu R\$15,5 bilhões e os empréstimos para o governo federal, R\$3,9 bilhões, recuando, igualmente, 0,2% em relação a abril.

A taxa de inadimplência do sistema financeiro, considerado o total das operações de crédito, recuou 0,2 p.p. em relação a abril, situando-se em 2,9%. Da mesma forma, a relação do volume de provisões realizadas pelo sistema financeiro decresceu 0,2 p.p. no trimestre, atingindo 5,2%.

Operações de crédito com recursos direcionados

O saldo dos empréstimos referenciados em recursos direcionados totalizou R\$307,6 bilhões em julho,

Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões					
	2008				Variação %	
	Abr	Mai	Jun	Jul	3 meses	12 meses
Total	292,9	298,8	303,9	307,6	5,0	25,4
BNDES	170,0	172,5	174,2	175,9	3,5	23,6
Direto	82,1	82,9	83,6	84,1	2,4	24,9
Repasses	87,9	89,6	90,6	91,8	4,5	22,4
Rural	68,4	70,6	72,5	72,6	6,1	28,1
Bancos e agências	64,5	66,6	68,4	68,7	6,4	27,0
Cooperativas	3,9	4,0	4,1	3,9	1,2	52,0
Habitação	46,9	48,1	49,5	51,2	9,1	30,2
Outros	7,6	7,6	7,7	7,9	3,7	14,7

Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-jun		Variação %
	2007	2008	
Total	24 709	37 897	53,4
Indústria	11 280	16 081	42,6
Extrativa	666	945	41,9
Produtos alimentícios	1 590	4 009	152,1
Veículo, reboque e carroceria	1 073	2 453	128,6
Refino de petróleo e álcool	622	1 040	67,2
Máquinas e aparelhos elétricos	308	496	61,0
Comércio/Serviços	10 977	18 975	72,9
Transporte terrestre	4 309	7 746	79,8
Eletricidade e gás	2 428	3 193	31,5
Construção	820	1 436	75,1
Telecomunicações	98	3 610	3 583,7
Agropecuária	2 453	2 841	15,8

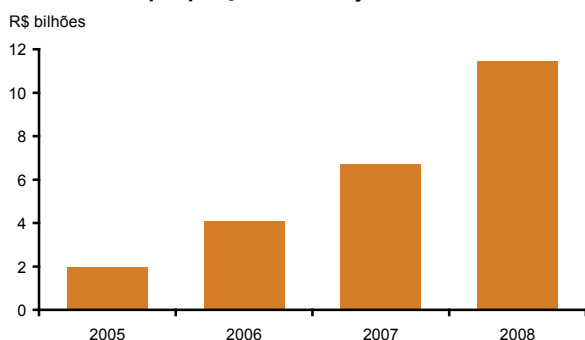
Fonte: BNDES

elevando-se 5% em relação a abril e 25,4% em doze meses. Os financiamentos efetuados pelo BNDES elevaram-se 3,5% no trimestre, para R\$175,9 bilhões, condicionados pelos aumentos de 4,5% nas operações contratadas sob a forma de repasses a instituições financeiras e de 2,4% nos empréstimos diretos, enquanto os empréstimos relacionados aos setores habitacional e rural registraram expansões respectivas de 9,1% e de 6,1% no período.

Os desembolsos realizados pelo BNDES somaram R\$37,9 bilhões no semestre encerrado em junho, 53,4% superiores aos registrados no período correspondente de 2007. Esse resultado decorreu de elevações generalizadas em todos os segmentos da atividade econômica, com ênfase para os registrados no comércio e serviços, 72,9%, com destaque para os ramos transporte terrestre e telecomunicações; e na indústria, 42,6%, refletindo os desembolsos para os setores produtos alimentícios, e veículos, reboques e carroceria.

As consultas formuladas ao BNDES, que correspondem a desembolsos potenciais do setor produtivo, atingiram R\$79,7 bilhões nos primeiros seis meses do ano, elevando-se 32,9% em relação a igual período de 2007. Os aumentos mais expressivos ocorreram nas consultas realizadas pela indústria, 38,8%, com relevância para a demanda dos ramos papel e celulose, e produtos alimentícios; e no segmento comércio e serviços, 31,4%, impulsionado pelos setores eletricidade e gás, e transporte terrestre.

Os empréstimos rurais somaram R\$72,6 bilhões ao final de julho. O aumento de 6,1% em relação a abril refletiu, em grande parte, a elevação das aplicações com recursos de fundos e programas oficiais destinados ao investimento agrícola, cuja participação relativa no total da modalidade atingiu 50,3%. As linhas de crédito direcionadas ao custeio agrícola para a safra 2008/2009 e à sua comercialização representaram, na ordem, 40,6% e 9,1% dos financiamentos rurais.

Gráfico 3.6 – Crédito habitacional com recursos da caderneta de poupança – Janeiro-junho

A carteira de crédito habitacional somou R\$51,2 bilhões em julho, elevando-se 9,1% em relação a abril. Os desembolsos referentes a recursos da caderneta de poupança totalizaram R\$19,5 bilhões nos doze meses encerrados em junho, superando em 90,1% o volume concedido em igual período de 2007, com predominância das operações do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), que representaram 80% do total desembolsado, cabendo a parcela restante aos contratos celebrados com recursos livres. O número total de moradias financiadas cresceu 70,7% no período.

Operações de crédito com recursos livres

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	R\$ bilhões					
	2008				Variação %	
	Abr	Mai	Jun	Jul	3 meses	12 meses
Total	725,3	746,1	763,8	778,1	7,3	35,9
Pessoa jurídica	378,5	390,8	402,7	408,9	8,0	41,0
Referencial ^{1/}	312,7	323,6	334,3	338,6	8,3	40,9
Recursos domésticos	236,2	247,4	259,7	265,8	12,6	47,7
Recursos externos	76,5	76,2	74,6	72,8	-4,9	20,7
Leasing ^{2/}	42,4	43,6	45,7	47,7	12,6	78,4
Rural ^{2/}	2,1	2,1	2,2	2,3	9,1	21,9
Outros ^{2/}	21,4	21,4	20,4	20,3	-5,3	-4,1
Pessoa física	346,7	355,3	361,1	369,3	6,5	30,7
Referencial ^{1/}	258,1	261,7	263,1	266,3	3,2	20,0
Cooperativas	13,8	14,1	14,4	14,8	7,5	31,7
Leasing	38,9	42,4	45,5	49,0	26,0	141,7
Outros	35,9	37,1	38,1	39,1	9,0	34,2

1/ Crédito referencial para taxas de juros, definido pela Circular nº 2.957, de 30.12.1999.

2/ Operações lastreadas em recursos domésticos.

Os empréstimos concedidos com recursos livres somaram R\$778,1 bilhões em julho, aumentando 7,3% no trimestre e 35,9% em doze meses. A participação dessas operações no estoque total do sistema financeiro alcançou 71,7% em julho, ante 71,2% em abril e 70% em julho de 2007.

As operações de crédito relativas ao segmento pessoas jurídicas, em cenário de participação crescente da demanda das empresas de pequeno e médio portes, atingiram R\$408,9 bilhões em julho, elevando-se 8% no trimestre e 41% em doze meses.

Os empréstimos fundamentados em recursos internos, evidenciando a persistência da instabilidade nos mercados financeiros internacionais, somaram R\$336,1 bilhões, apresentando acréscimos de 11,3% no trimestre e de 46,3% em doze meses. A parcela correspondente ao crédito referencial para taxas de juros representou 79,1% dessa carteira, elevando-se 12,6% e 47,7%, nas mesmas bases de comparação, enquanto a modalidade capital de giro, incorporando operações com prazos mais dilatados, seguiu apresentando o desempenho mais expressivo, com expansões respectivas de 18,3% e de 82,9%.

O saldo do crédito referencial lastreado em recursos externos alcançou R\$72,8 bilhões em julho, com redução de 4,9% em relação a abril e crescimento de 20,7% em doze meses. O resultado trimestral refletiu a contração de 15,1% nas operações com repasses externos, que somaram R\$24,5 bilhões, influenciada pelo término da isenção do Imposto sobre Operação Financeira (IOF), desde março, e pela apreciação cambial ocorrida no período. Em sentido inverso, as operações de adiantamentos sobre contratos de câmbio, refletindo o comportamento das exportações, aumentaram 1,5% no trimestre, totalizando R\$32,6 bilhões.

As operações de *leasing* contratadas por pessoas jurídicas alcançaram R\$47,7 bilhões. Os aumentos de 12,6% no trimestre e de 78,4% em doze meses refletiram, em grande parte, a maior demanda por veículos e equipamentos de informática.

O volume de crédito destinado às pessoas físicas totalizou R\$369,3 bilhões, com expansões de 6,5% em relação a abril e de 30,7% em doze meses, dos quais 72,1% correspondentes a crédito referencial para taxas de juros e

Evolução Recente do Crédito, da Inadimplência e do Endividamento das Famílias

As operações de crédito do sistema financeiro apresentaram crescimento expressivo ao longo dos últimos quatro anos, trajetória evidenciada pelo aumento da relação entre o volume total dos empréstimos e o Produto Interno Bruto (PIB), de 24% em dezembro de 2003 para 36,6% em junho de 2008. Esse desempenho vinculou-se ao ciclo de flexibilização da política monetária, decorrente da estabilidade do cenário macroeconômico, no qual a redução das incertezas dos agentes econômicos propiciou ambiente de negócios favorável à expansão da oferta e da demanda agregada. Em particular, o crédito a pessoas físicas revelou-se importante suporte para a sustentação do nível da atividade econômica, dinamizando a demanda interna via ampliação do consumo das famílias.

Gráfico 1 – Crédito e consumo das famílias

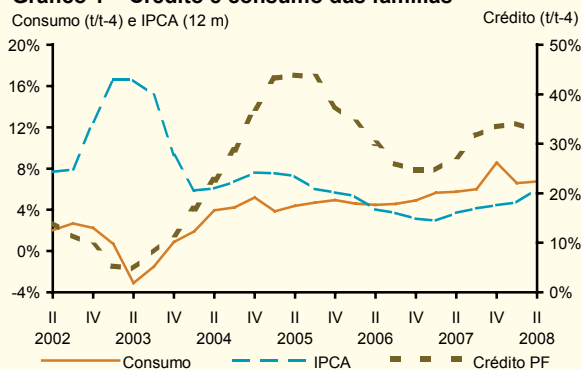
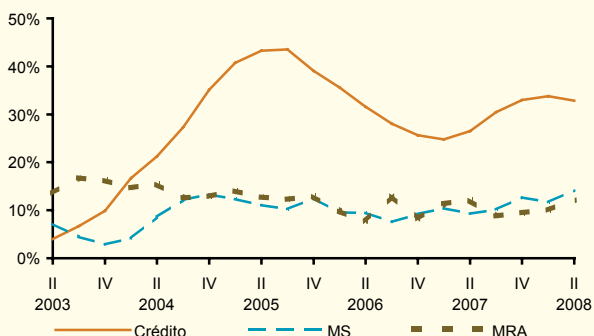


Gráfico 2 – Crédito e renda – Crescimento em doze meses



A evolução temporal do estoque de empréstimos e financiamentos a pessoas físicas e do consumo das famílias demonstra que a expansão do crédito tem sido determinante para a sustentação do consumo, conforme evidenciado no Gráfico 1.

Embora a renda auferida pelas famílias tenha aumentado de forma expressiva, o crédito tem crescido a níveis ainda mais intensos, como demonstra o Gráfico 2. Tal evolução sugere, *a priori*, elevação no grau de endividamento das famílias associado a operações de crédito contratadas no âmbito do Sistema Financeiro Nacional.

Nesse cenário e tendo em vista o recente movimento de realinhamento da política monetária, o objetivo desse boxe consiste em avaliar a evolução do endividamento das famílias e da inadimplência, condicionantes relevantes para a sustentabilidade do crescimento do crédito.

Inicialmente, foi estimada a evolução nominal do endividamento, utilizando-se como *proxy* a relação entre o volume de crédito – soma dos saldos da carteira referencial para taxas de juros no segmento de pessoas físicas, das operações de *leasing* e daquelas realizadas pelas cooperativas de crédito – e a renda das pessoas físicas, esta considerada de duas formas alternativas. No primeiro indicador, denominado Massa de Rendimentos Ampliada (MRA) e de abrangência nacional, a renda se constitui no somatório da Remuneração dos Empregados (RDE)¹ e dos recursos provenientes de aposentadorias e pensões da iniciativa privada (INSS) e da administração pública federal (civis e militares). A inconveniência desse indicador decorre da inexistência de dados disponíveis da RDE para 2006, 2007 e 2008, que foram estimados aplicando-se à Renda Disponível Bruta (RDB) de cada ano² o coeficiente de participação média da RDE na RDB nos anos anteriores (0,411). O segundo indicador considerado utiliza, como *proxy* para a renda, a massa salarial (MS), da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)³. A restrição a esse indicador reside na abrangência distinta da PME, que incorpora as regiões metropolitanas de Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo e Porto Alegre, e do saldo das operações de crédito, de âmbito nacional. Para conciliar essa discrepância, aplicou-se à variável de crédito o coeficiente 0,231, correspondente à proporção entre a MS e a MRA, no período de 2002 ao segundo trimestre de 2008.

O comprometimento da renda das famílias foi estimado pela relação entre os pagamentos de prestações dos empréstimos e financiamentos e a renda. Considerou-se que, para cada modalidade de crédito, o saldo das operações segue distribuição homogênea ao longo do tempo, de modo que a estimativa de amortização do principal pode ser dada pela razão entre o saldo e o respectivo prazo. A multiplicação da taxa de juros da modalidade pelo saldo das operações fornece uma estimativa

1/ Contas Nacionais do IBGE.

2/ O Rendimento dos Empregados somente é disponibilizado em termos anuais. Nesse trabalho, os dados foram trimestralizados de acordo com a distribuição trimestral da Renda Disponível Bruta em cada ano.

3/ Os dados referentes à massa salarial correspondem ao produto do rendimento médio nominal do trabalho pelo número de trabalhadores ocupados; ambas as informações são provenientes da Pesquisa Mensal de Emprego.

Gráfico 3 – Endividamento e comprometimento da renda (MRA)

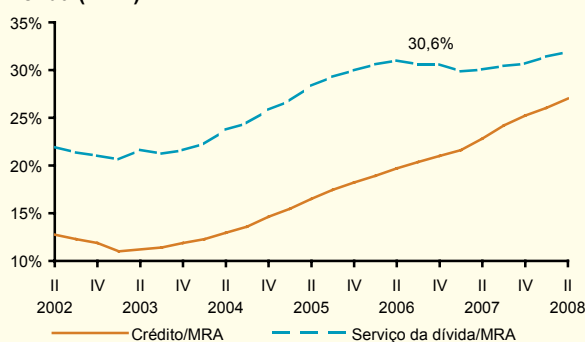


Gráfico 4 – Endividamento e comprometimento da renda (MS)

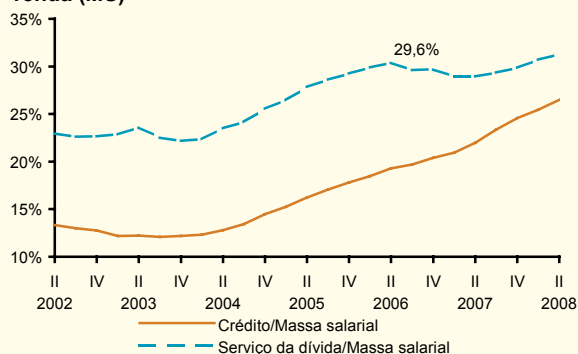
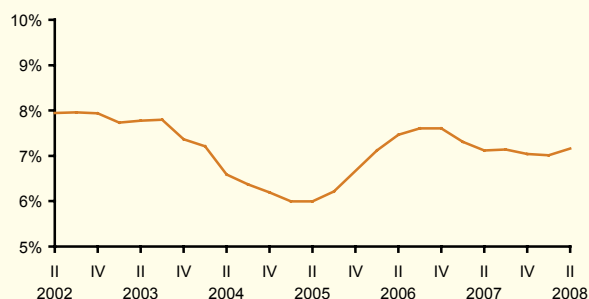
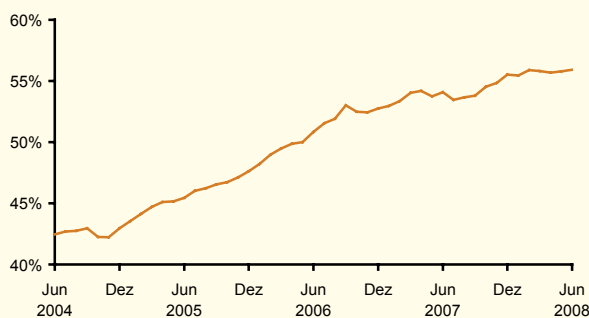


Gráfico 5 – Crédito a pessoas físicas^{1/} – Inadimplência



1/ Crédito referencial para taxa de juros.

Gráfico 6 – Crédito consignado e para aquisição de veículos – Participação no crédito a pessoas físicas



dos pagamentos de juros, que, adicionada à amortização do principal, constitui uma *proxy* para o serviço da dívida. Os Gráficos 3 e 4 mostram as evoluções do endividamento e do comprometimento da renda, estimados a partir da MRA e da MS, respectivamente.

Ressalte-se, inicialmente, a semelhança dos resultados estimados pelas duas formas de cálculo da renda. Considerando o indicador MS (Gráfico 5)⁴, o nível de endividamento saltou de 12,2% (11%), no primeiro trimestre de 2003, para 26,5% (27%), no segundo trimestre de 2008, enquanto o comprometimento da renda apresentou elevação mais modesta, passando de 22,9% (20,6%) para 31,3% (31,9%). Observa-se ainda relativa acomodação no serviço da dívida desde o segundo trimestre de 2006, quando atingiu 30,4% (31%). Em linha com essa trajetória, a inadimplência mantém-se bem comportada no período em análise.

O comportamento contido da inadimplência e do grau de comprometimento da renda, em contraposição à trajetória de elevação do endividamento das famílias, pode ser justificado, basicamente, por dois fatores. Em primeiro lugar, o crescimento das operações destinadas a pessoas físicas esteve concentrado nos empréstimos pessoais com consignação em folha de pagamento e nos financiamentos para aquisição de bens duráveis, particularmente veículos, aí incluídas as operações de arrendamento mercantil, modalidades nas quais a qualidade da garantia prestada contribui para o comportamento adimplente dos agentes. Um dado de cautela faz-se, contudo, necessário, visto que a taxa de inadimplência pode estar sendo contida pela rápida expansão das operações de crédito às pessoas físicas.

O segundo fator diz respeito aos efeitos combinados do declínio das taxas ativas de juros, observado, especialmente, a partir do segundo trimestre de 2003, e do expressivo alongamento dos prazos médios dessas operações, registrado com maior ênfase a partir do segundo trimestre de 2004, como visto no Gráfico 7. Tais efeitos traduzem-se em redução gradativa do valor das prestações, o primeiro por afetar diretamente o custo das operações e o segundo por diluir os pagamentos ao longo de um

4/ Os números em parêntesis correspondem aos resultados estimados com a utilização da Massa de Rendimentos Ampliada (Gráfico 4).

Gráfico 7 – Crédito a pessoas físicas – Taxas de juros e prazos médios

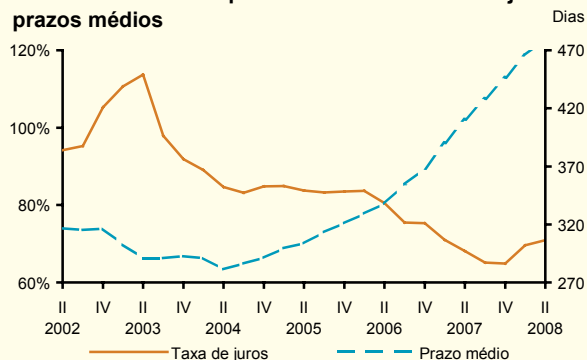


Gráfico 8 – Juros e principal (MRA)

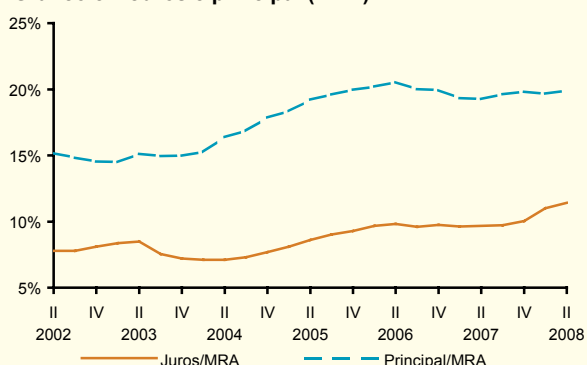
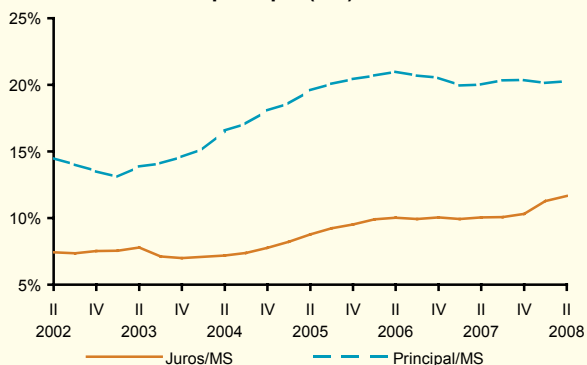


Gráfico 9 – Juros e principal (MS)



período mais extenso. Nos Gráficos 8 e 9, a relação entre os pagamentos de juros e a renda indica o efeito decorrente da redução das taxas de juros, ao passo que a relação entre as amortizações e a renda ilustra o efeito relativo ao alongamento dos prazos.

No que diz respeito ao comportamento da inadimplência, vale ressaltar também sua relação com o recente desenvolvimento da securitização de créditos. Embora esse mercado seja ainda incipiente, vem-se consolidando um movimento cada vez mais frequente de cessão de créditos ruins para fora do Sistema Financeiro Nacional, o que tem resultado, por exemplo, na expansão recente dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Tal prática contribui para a manutenção de níveis saudáveis de solvência das carteiras de crédito das instituições financeiras, bem como para a redução da exigibilidade de capital a ser cumprida face ao provisionamento para perdas com as operações de crédito.

É importante destacar que os indicadores utilizados para expressar os graus de endividamento e de comprometimento de renda foram construídos a partir de aproximações. Portanto, entre os resultados apresentados, as trajetórias descritas por esses indicadores importam mais do que os níveis estimados. Sob esse ponto de vista, verifica-se que houve crescimento significativo do endividamento das famílias, refletindo a expansão do crédito a partir de uma base restrita. No entanto, esse crescimento não compromete a estabilidade financeira, tendo em vista a concentração em operações com baixo risco de inadimplência. Além disso, o comprometimento da renda mostra-se equilibrado e sustentável, em decorrência dos efeitos positivos da redução das taxas de juros, ante o padrão histórico brasileiro, e do alongamento dos prazos das operações.

Gráfico 3.7 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

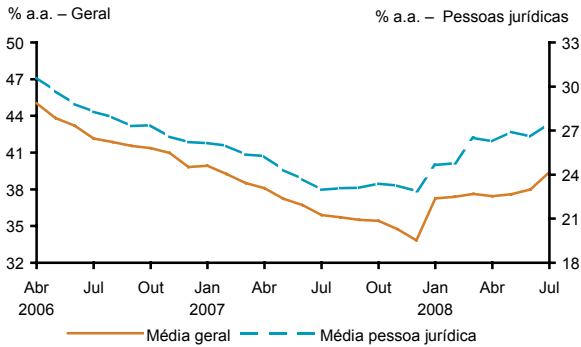


Gráfico 3.8 – Taxas das operações de crédito a juros prefixados – Pessoa física

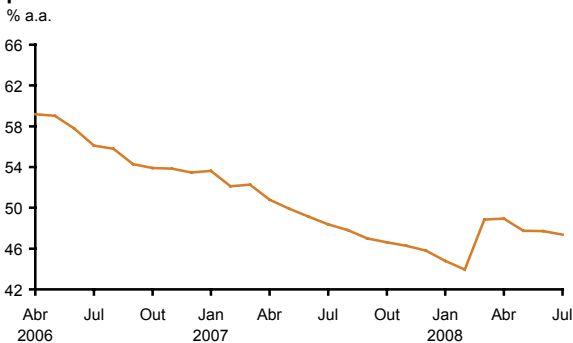


Gráfico 3.9 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres

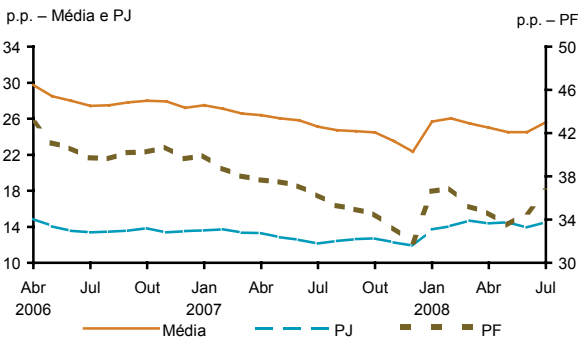
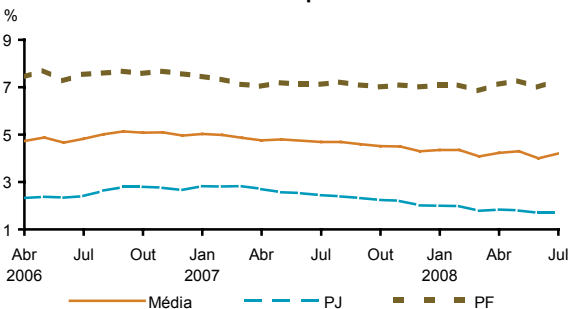


Gráfico 3.10 – Taxa de inadimplência^{1/}



^{1/} Percentual da carteira de recursos livres com atraso superior a noventa dias.

13,3% a operações de *leasing*. Essas participações haviam atingido, na ordem, 74,4% e 11,2% em abril.

O desempenho da carteira de crédito referencial para pessoas físicas esteve associado, principalmente, à evolução do crédito pessoal, que somou R\$118,8 bilhões, crescendo 5,4% no trimestre e 26,4% em doze meses. A participação relativa dos créditos consignados nessa modalidade, em trajetória declinante desde janeiro, atingiu 55,5% em julho, ante 56% em abril e 56,2% em julho de 2007.

As operações de *leasing* para pessoas físicas seguem apresentando dinamismo acentuado, contrastando com o desempenho da carteira de financiamentos para aquisição de veículos. Nesse sentido, enquanto o saldo das operações contratadas sob a forma de arrendamento mercantil atingiu R\$49 bilhões em julho, com expansões de 26% no trimestre e de 141,7% em doze meses, os financiamentos para aquisição de veículos, nas mesmas bases de comparação, alcançaram R\$84 bilhões, com aumentos de 0,1% e de 16,3%, evidenciando migração entre essas modalidades.

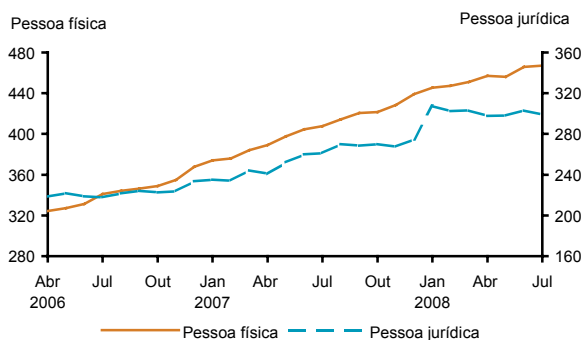
A taxa média de juros das operações de crédito referencial atingiu 39,4% a.a. em julho, elevando-se 2 p.p. no trimestre e 3,5 p.p. em doze meses. Considerada por segmentos, essa taxa atingiu 27,5% a.a. nos empréstimos para pessoas jurídicas e 51,4% a.a. nos relativos a pessoas físicas, registrando elevações respectivas de 1,2 p.p. e de 3,7 p.p. no trimestre e de 4,5 p.p. e de 4,4 p.p. em doze meses.

O aumento trimestral das taxas médias de juros do crédito referencial traduziu as elevações registradas nas taxas médias de juros prefixadas, 3,1 p.p.; pós-fixadas, 0,9 p.p.; e flutuantes, 0,5 p.p., que se situaram, na ordem, em 47% a.a., 18,1% a.a. e 20,4% a.a. em julho.

O *spread* bancário alcançou 25,6 p.p. em julho, com aumentos de 0,6 p.p. no trimestre e de 0,5 p.p. em doze meses. O resultado trimestral refletiu expansões de 2 p.p. no segmento de pessoas físicas e de 0,1 p.p. no relativo a pessoas jurídicas, nos quais o *spread* atingiu 36,6 p.p. e 14,5 p.p., respectivamente.

A inadimplência no âmbito do crédito referencial, consideradas as operações com atrasos superiores a noventa dias, alcançou 4,2% em julho, registrando estabilidade em relação a abril e redução de 0,5 p.p. ante o mesmo período de 2007. Os atrasos relativos às carteiras de pessoas jurídicas situaram-se em 1,7%, com declínios de 0,1 p.p. no trimestre e de 0,7 p.p. em doze meses, enquanto no segmento de pessoas

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

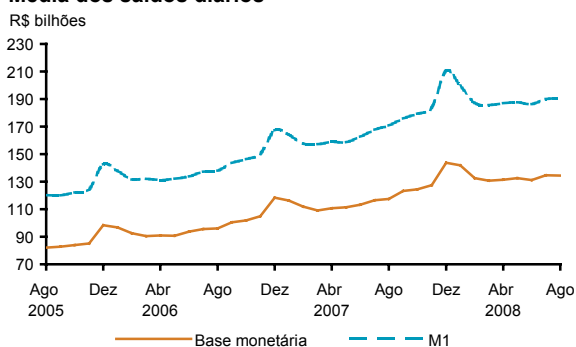


físicas a taxa atingiu 7,3%, elevando-se, igualmente, 0,2 p.p. no trimestre e em doze meses.

O prazo médio da carteira de crédito referencial atingiu 373 dias em julho, aumentando 3 dias no trimestre e 41 dias em doze meses. A evolução anual traduziu os crescimentos observados nos financiamentos às empresas, 38 dias, e às famílias, 59 dias, segmentos nos quais o prazo médio atingiu, na ordem, 299 dias e 467 dias. Assinale-se que o prazo médio da carteira de pessoas físicas atingiu, em julho, o maior patamar da série histórica iniciada em junho de 2000, refletindo, em especial, a ampliação dos prazos nas modalidades crédito pessoal e financiamentos para aquisição de veículos.

3.2 Agregados monetários

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

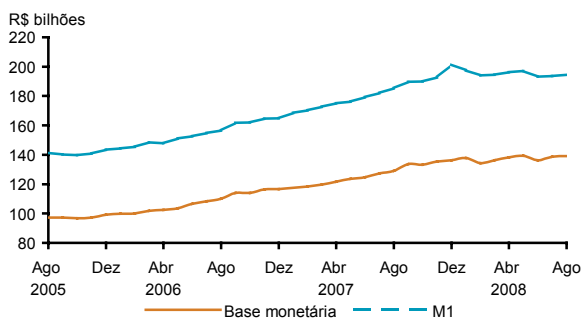


O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) alcançou R\$188 bilhões em agosto, com redução de 1% no mês e crescimento de 10,1% em doze meses, ante expansões, nessa última base de comparação, de 13,3% em julho de 2008 e de 25,9% em dezembro de 2007. Nesse período, os saldos médios do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista expandiram-se 17,9% e 5,3%, respectivamente. Segundo dados dessazonalizados, deflacionados pelo IPCA, o agregado M1 apresentou estabilidade no trimestre encerrado em agosto, em relação ao finalizado em maio.

A base monetária, considerada a média dos saldos diários, atingiu R\$133,9 bilhões em agosto. O aumento de 14,1% registrado em doze meses, compatível com o movimento do M1, decorreu de elevações de 19,7% no saldo médio do papel-moeda emitido e de 2,2% nas reservas bancárias.

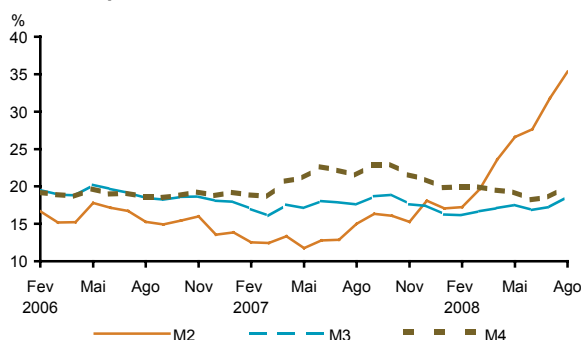
Os fluxos de emissão primária de moeda apresentaram, no trimestre encerrado em agosto, movimentos contracionistas de R\$13 bilhões nas operações do Tesouro Nacional (TN), de R\$4,6 bilhões na exigibilidade adicional sobre depósitos e de R\$746 milhões no compulsório sobre os depósitos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Em sentido inverso, as operações do setor externo exerceram impacto expansionista de R\$8,1 bilhões, evidenciando as compras líquidas de divisas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio, enquanto os ajustes nas operações com derivativos totalizaram R\$903 milhões. O resultado dessas operações, em conjunto com os resgates líquidos de R\$8,1 bilhões de títulos do Tesouro Nacional observados no período, determinou declínio

Gráfico 3.13 – Base monetária e meios de pagamento, dados dessazonalizados, a preços de agosto de 2008^{1/}



1/ Índice de preços: IPCA.

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



trimestral de R\$1,1 bilhão no saldo da base monetária no conceito de final de período.

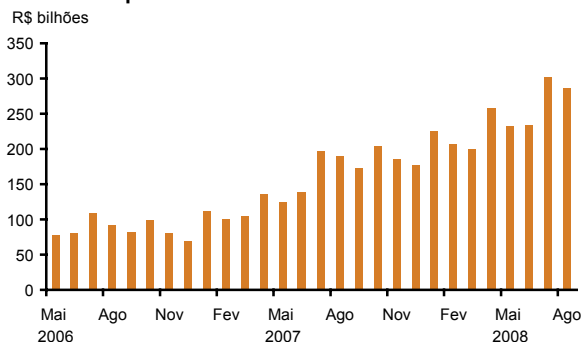
Os meios de pagamento no conceito M2, que agrega ao M1 os depósitos de poupança, os depósitos para investimentos e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, elevaram-se em 12,4% no trimestre encerrado em agosto e 35,3% em doze meses. O saldo das cadernetas de poupança cresceu 4,3% no trimestre, somando R\$255,6 bilhões, enquanto o estoque dos títulos privados, evidenciando captações líquidas de R\$76,5 bilhões nos depósitos a prazo, aumentou 22,1%, para R\$499 bilhões, no período.

Considerado o conceito M3, 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 realizadas entre o setor não financeiro e o público financeiro, os meios de pagamentos somaram R\$1,8 trilhão em agosto, elevando-se 4,5% em relação a maio. O conceito M4, que compreende o M3 e os títulos públicos de detentores não financeiros, apresentou saldo de R\$2,1 trilhões em agosto, com crescimentos de 4,5% no trimestre e de 20% em doze meses, ante expansões, nessa última base de comparação, de 18,6% em julho de 2008 e de 20,9% em dezembro de 2007.

Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional, com títulos públicos federais proporcionaram impacto expansionista de R\$39,6 bilhões no trimestre encerrado em agosto, resultado de colocações de R\$68,4 bilhões, vencimentos de R\$103,4 bilhões e compras e resgates antecipados de R\$4,6 bilhões.

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



A média dos saldos diários das operações de financiamento e de *go-around* realizados pelo Banco Central, visando à adequação das condições de liquidez do sistema, situou-se em R\$31,7 bilhões em agosto, ante R\$31,4 bilhões em maio. As operações com prazo de duas semanas a três meses elevaram-se de R\$123,3 bilhões para R\$190,6 bilhões no período, contrastando com os recuos assinalados naquelas com prazos tanto de cinco meses, de R\$28,7 bilhões para R\$18 bilhões, quanto de sete meses, de R\$49 bilhões para R\$45,7 bilhões. A posição líquida de financiamento do Banco Central no *open market* passou de R\$232,3 bilhões, em maio, para R\$286 bilhões, em agosto.

Gráfico 3.16 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

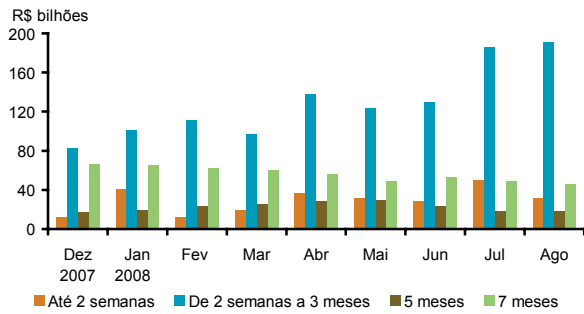


Gráfico 3.17 – Taxas de juros

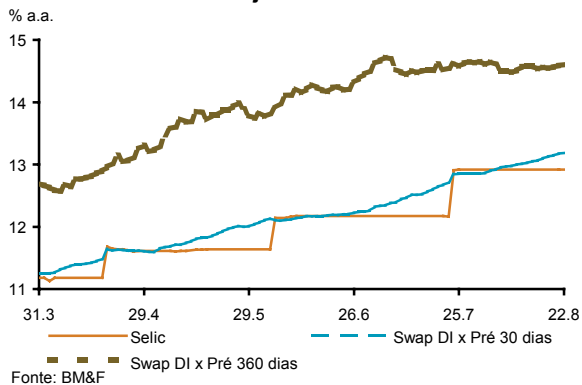


Gráfico 3.18 – Taxa de juros ex-ante deflacionada pelo IPCA para 12 meses

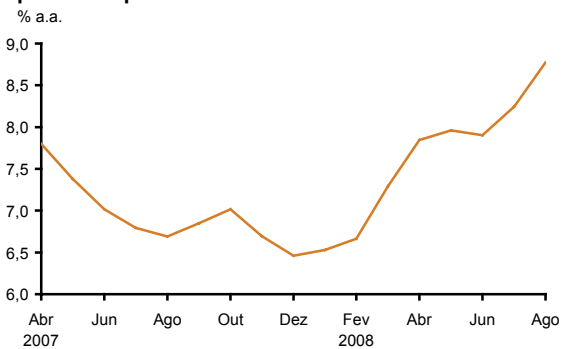
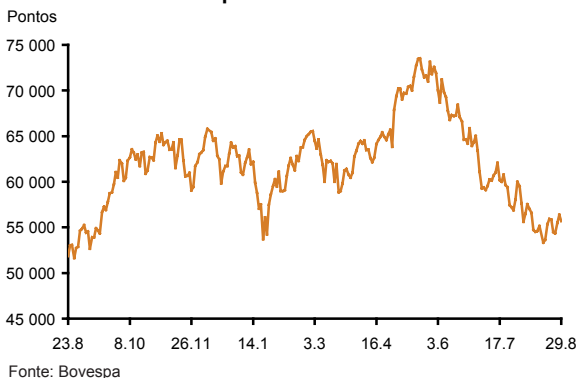


Gráfico 3.19 – Ibovespa



Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A curva das taxas de juros dos contratos de *swap* DI x pré apresentaram, em 22 de agosto, elevação em todos os vértices em relação ao trimestre encerrado em maio, alteração consistente com o caráter mais restritivo da condução da política monetária e com a elevação das expectativas em relação à inflação. Assinale-se que a taxa associada a contratos com prazo de 360 dias aumentou 84 pontos base (p.b.), para 14,6% a.a., no período, maior valor desde julho de 2006.

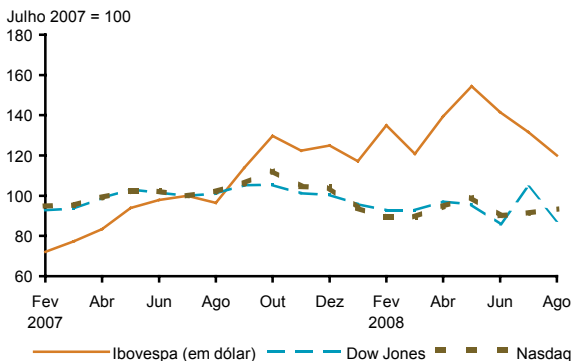
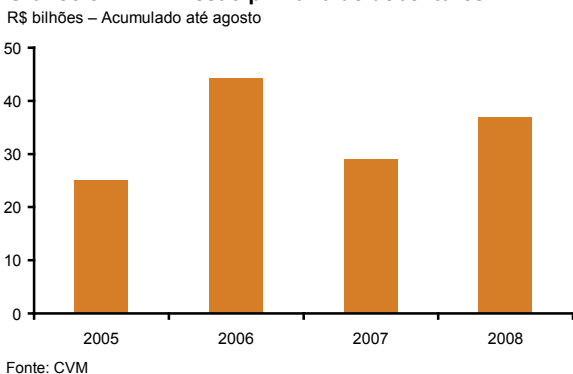
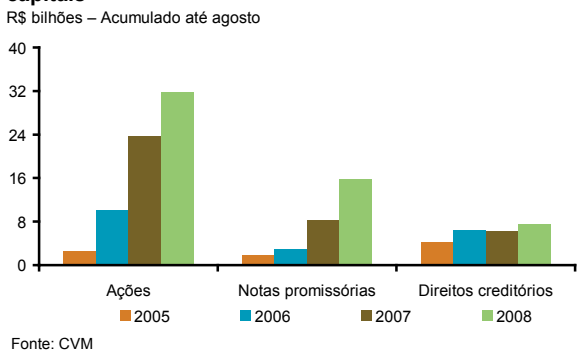
Nesse contexto, a taxa de juros Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, calculada com base no "Relatório de Mercado do Banco Central", de 15 de agosto, alcançou 8,8% a.a., ante 8% a.a. no final de maio, elevação decorrente de aumentos nas expectativas em relação à taxa Selic, de 13,37% a.a. para 14,54% a.a., e ao IPCA, de 5% a.a. para 5,3% a.a.

Mercado de capitais

O desempenho do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) no trimestre encerrado em agosto refletiu, em parte, a acentuada volatilidade das bolsas internacionais. Após apresentar expressivos ganhos no segundo trimestre, que culminaram no recorde de 72.598 pontos em 30 de maio, o índice recuou 22,9%, situando-se em 52.997 pontos no final de agosto, movimento que esteve associado à queda nos preços de *commodities* nos mercados internacionais. O valor de mercado das empresas listadas no Ibovespa apresentou redução de 22,3% no trimestre, atingindo R\$2 trilhões, mesmo patamar de julho de 2007. O volume diário médio transacionado na Bovespa totalizou R\$5,8 bilhões no trimestre, mantendo-se estável em relação ao trimestre anterior.

O Ibovespa avaliado em dólares recuou 22,2% em relação ao trimestre encerrado em maio, ante retrações respectivas de 8,3% e 5,6% nos índices Dow Jones e Nasdaq.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R\$91,9 bilhões nos oito primeiros meses de 2008, dos quais R\$36,9 bilhões representados por emissões de debêntures. As colocações primárias de ações somaram R\$31,7 bilhões, impulsionadas pela emissão, em julho, de

Gráfico 3.20 – Bolsas de valores**Gráfico 3.21 – Emissão primária de debêntures****Gráfico 3.22 – Emissões primárias no mercado de capitais****Tabela 3.5 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário – Janeiro-julho**

Segmento	2006		2007		2008	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-42,1	-3,2	-49,1	-3,4	-68,5	-4,2
Governos regionais	-13,2	-1,0	-21,8	-1,5	-22,1	-1,4
Empresas estatais	-7,4	-0,6	-8,7	-0,6	-7,7	-0,5
Total	-62,8	-4,8	-79,6	-5,5	-98,2	-6,0

R\$19,4 bilhões por empresa do setor de mineração, ante R\$23,6 bilhões no período de janeiro a agosto de 2007. A emissão de notas promissórias totalizou R\$15,8 bilhões nos oito primeiros meses de 2008, superando em 93% o volume emitido no período correspondente do ano anterior.

3.3 Política fiscal

Em agosto, o Governo encaminhou ao Congresso Nacional a proposta do orçamento da União para 2009. As receitas primárias foram estimadas em R\$808,9 bilhões e as despesas, fixadas em R\$754,5 bilhões, representando crescimentos nominais respectivos de 13% e 13,3% em relação aos valores estimados para 2008. Adicionalmente, foram mantidas, para 2009, as metas para o resultado primário do setor público estabelecidas para 2008: 2,20% do PIB para o governo central; 0,65% do PIB para as empresas estatais federais; e 0,95% do PIB para os governos regionais, incluídas suas empresas estatais.

As despesas com pessoal e encargos foram estimadas em R\$155,3 bilhões, 4,87% do PIB, ante R\$133,3 bilhões, 4,63% do PIB, projetados para o corrente exercício. Os desembolsos com benefícios previdenciários e assistenciais deverão crescer 14,6%, elevando-se de 8,22% para 8,52% do PIB.

Necessidades de financiamento do setor público

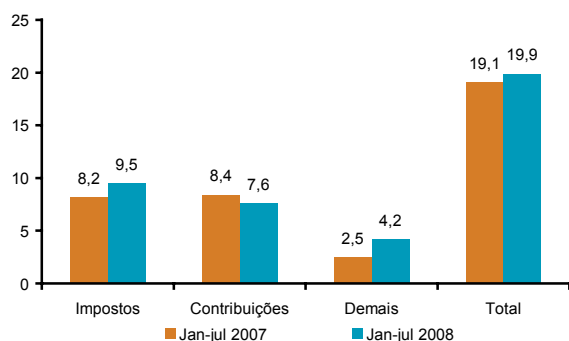
O superavit primário do setor público consolidado alcançou R\$98,2 bilhões nos sete primeiros meses do ano, 0,51 p.p. do PIB superior ao registrado no mesmo período de 2007. Essa evolução refletiu o desempenho do Governo Central, cujo superavit primário cresceu 0,8 p.p. do PIB no período, contrastando com os recuos respectivos de 0,16 p.p. e 0,13 p.p. do PIB assinalados nos resultados dos governos regionais e das empresas estatais.

O desempenho do Governo Central resultou da combinação do aumento do superavit do Governo Federal e da redução do deficit da Previdência Social, ambos condicionados por crescimentos das receitas. As despesas registraram redução no âmbito da Previdência e elevação no Governo Federal.

As receitas totais do Governo Central cresceram 17,7% nos sete primeiros meses de 2008, em relação ao

Gráfico 3.23 – Receita bruta do Tesouro Nacional

% do PIB



período correspondente do ano anterior, resultado consistente com a intensificação do ritmo da atividade econômica. Nesse sentido, as receitas associadas ao Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) e à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) elevaram-se, na ordem, 31,3% e 36,3%, refletindo o aumento do faturamento das empresas, em especial nos setores serviços financeiros, fabricação de veículos e comércio atacadista, enquanto a arrecadação total do Imposto de Renda (IR) cresceu 25,1%, influenciada pelo crescimento da massa salarial e pelo maior volume de remessas ao exterior de rendimentos do trabalho e de juros sobre capital próprio.

O aumento no faturamento das empresas favoreceu, ainda, a expansão de 20,6% registrada na arrecadação da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), enquanto o crescimento de 22,7% observado na arrecadação do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) esteve vinculado, em grande parte, ao aumento da produção no setor automobilístico. O IOF apresentou elevação de 162% no período, desempenho decorrente de aumentos da alíquota, no início do ano, e do volume das operações de crédito nos segmentos de pessoas físicas e jurídicas.

Entre as demais receitas, registre-se o aumento na arrecadação das receitas de concessão, decorrente da licitação de blocos exploratórios de petróleo e gás natural, e nas receitas provenientes de licenças de exploração da banda de terceira geração das empresas operadoras de telefonia móvel, ambas sem correspondência no ano anterior. A elevação no preço internacional do petróleo contribuiu para o crescimento das receitas da cota parte de compensações financeiras.

Além de traduzir o desempenho da economia, a evolução das receitas do Tesouro Nacional refletiu os efeitos de ações administrativas empreendidas pela Secretaria da Receita Federal e pela Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional visando à recuperação de débitos tributários, com ênfase para o crescimento de 53,8% na arrecadação de multas e juros.

Em relação às despesas do Tesouro Nacional, ressalte-se a redução, como proporção do PIB, nos dispêndios com a folha de pagamentos de pessoal, não obstante as reestruturações de carreiras de servidores públicos civis e militares, ocorridas no primeiro trimestre. Deve-se considerar, porém, o impacto financeiro, estimado em R\$3,5 bilhões, dos novos reajustes, retroativos a julho, concedidos por meio de Medidas Provisórias (MP) editadas em 29.8.2008.

Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional

Janeiro-julho

Discriminação	2007		2008	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	199 651	13,8	231 140	14,1
Transferência a estados e municípios	60 080	4,2	72 505	4,4
Pessoal e encargos sociais	66 448	4,6	72 618	4,4
Custeio e capital	72 885	5,0	85 566	5,2
FAT	9 200	0,6	10 876	0,7
Subsídio e subvenções	3 568	0,2	3 944	0,2
Loas/RMV	7 667	0,5	9 172	0,6
Investimento	8 658	0,6	12 865	0,8
Outras	43 792	3,0	48 709	3,0
Transferências ao Bacen	238	0,0	451	0,0

Fonte: Minifaz/STN

Gráfico 3.24 – Governo federal: despesas pagas de investimentos

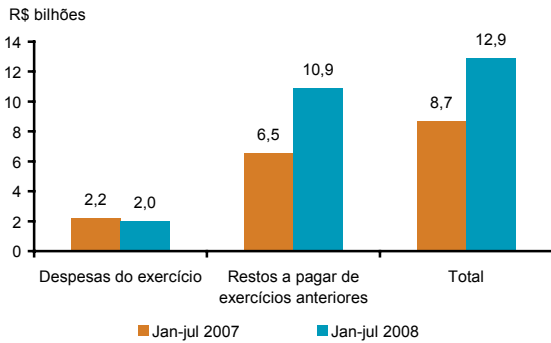


Gráfico 3.25 – Despesas com o Projeto Piloto de Investimentos (PPI)

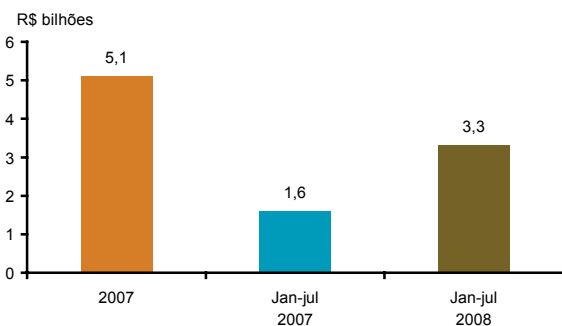
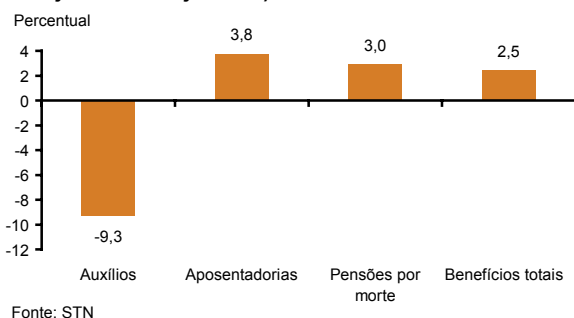


Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social
Janeiro-julho

Discriminação	R\$ bilhões		
	2007	2008	Var. %
Arrecadação bruta	82,0	96,9	18,2
Restituição/devolução	-0,3	-0,2	-33,3
Transf. a terceiros	-7,7	-9,9	28,6
Arrecadação líquida	74,0	86,7	17,2
Benefícios previdenciários	98,0	107,1	9,3
Resultado primário	-24,0	-20,4	-15,0
Arrecadação líquida/PIB	5,12%	5,31%	
Benefícios/PIB	6,78%	6,55%	
Resultado primário/PIB	-1,66%	-1,24%	

Gráfico 3.26 – Crescimento da quantidade de benefícios emitidos pela Previdência Social (Média Jan-jul 2008/Jan-jul 2007)



Fonte: STN

Os gastos com custeio e capital aumentaram 0,2 p.p. do PIB nos sete primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período de 2007. As despesas relacionadas a abono salarial, seguro-desemprego, Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e benefícios assistenciais da Lei Orgânica da Assistência Social (Loas) e Renda Mensal Vitalícia (RMV), em linha com o reajuste do salário mínimo e, no caso dos benefícios assistenciais, com o crescimento vegetativo da quantidade de benefícios pagos, elevaram-se mais acentuadamente no período.

As despesas com subsídios e subvenções cresceram 10,6% no período, em função, principalmente, dos dispêndios no âmbito do Fundo Nacional de Desenvolvimento, parcialmente compensados pela redução nas despesas do Programa Aquisição do Governo Federal.

Em relação às outras despesas de custeio e capital, assinala-se o crescimento de 48,6% nos gastos com investimentos, impulsionados, em especial, pela expansão de 105,4% nas despesas com o Programa Piloto de Investimentos (PPI), que vêm se constituindo em parcela crescente dos investimentos totais.

O déficit primário da Previdência Social reduziu-se em 0,41 p.p. do PIB nos primeiros sete meses de 2008, em relação ao mesmo período do ano anterior. A arrecadação líquida da Previdência cresceu 17,2%, impulsionada pelo aumento da massa salarial, registrando-se, ainda, aumento de 15,1% na arrecadação referente ao Simples Nacional, programa que estabeleceu tratamento tributário diferenciado para pequenas empresas e que trata, inclusive, de receitas previdenciárias.

As despesas com benefícios previdenciários apresentaram redução de 0,23 p.p. do PIB no período. O crescimento nominal dessas despesas segue evidenciando a elevação no valor médio dos benefícios pagos, consequência dos reajustes no salário mínimo e nos benefícios com valores acima do piso; e a elevação na quantidade média mensal de benefícios, que alcançou 2,5% no período.

Seguindo a elevação do IR e do IPI, tributos que compõem a base dos fundos de participação de estados e municípios, as transferências para os governos regionais aumentaram 0,3 p.p. do PIB nos sete primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2007. Adicionalmente, a elevação do preço internacional do petróleo contribuiu para aumentar os repasses de *royalties* e da participação especial pela exploração de petróleo e gás natural.

Gráfico 3.27 – Transferências para estados e municípios

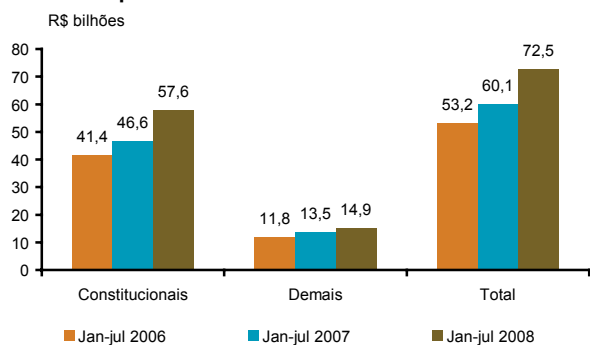


Gráfico 3.28 – Arrecadação de ICMS

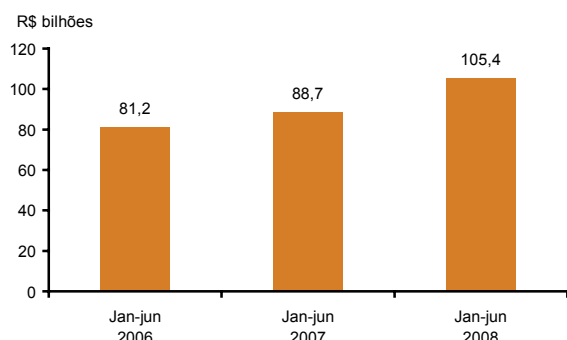


Gráfico 3.29 – Governos regionais: superavit primário e arrecadação

Acumulado em doze meses – % PIB

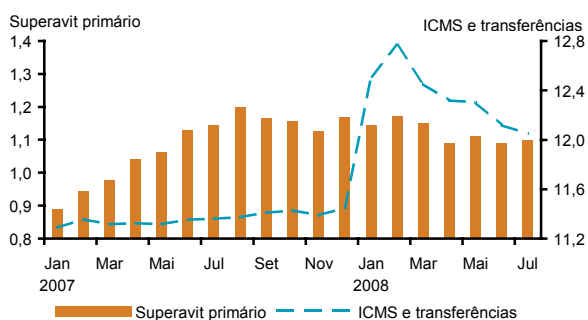
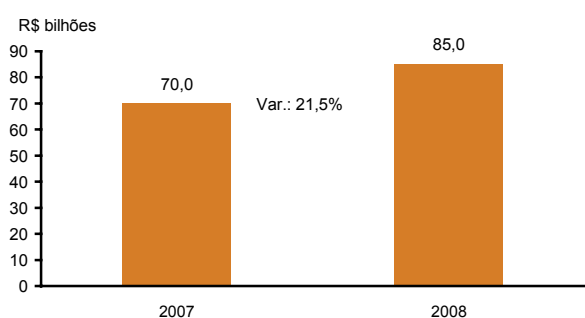


Gráfico 3.30 – Despesas primárias dos estados de SP, RJ, MG e RS

Terceiro bimestre



A arrecadação de Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), tributo regional de recolhimento mais expressivo, elevou-se 18,8% no semestre encerrado em junho, ante o mesmo período de 2007, impulsionada pelos recursos provenientes dos setores secundário e terciário da economia. Entre os estados de maior representatividade na arrecadação do tributo, ressaltam-se as elevações observadas em Minas Gerais e no Rio Grande do Sul.

Mesmo com o crescimento das transferências e do ICMS, o superavit primário dos governos regionais situou-se em patamar inferior ao observado nos sete primeiros meses de 2007, trajetória que, em cenário de crescimento das receitas, indica a ocorrência de elevação vigorosa das despesas, possivelmente em antecipação às restrições previstas na legislação para o gasto em períodos eleitorais. Ressalte-se, entretanto, que o resultado observado no semestre respeita a média registrada nos últimos anos, e que a relação entre a dívida líquida e o PIB dos governos regionais se mantém em trajetória de queda.

O superavit das empresas estatais, traduzindo, em especial, o resultado da esfera federal, decresceu 0,13 p.p. do PIB nos sete primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período de 2007. Tendo em vista que o pagamento de dividendos ao Tesouro Nacional reduziu-se no período, indicando menor despesa global nesse item, e que a economia se mantém em ritmo dinâmico, favorecendo a rentabilidade do setor, a redução do superavit das empresas estatais esteve relacionada, em grande parte, à elevação, em linha com as diretrizes do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), dos gastos com investimentos.

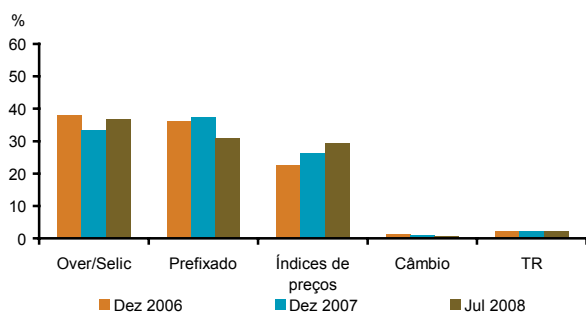
A apropriação de juros nominais por competência totalizou R\$106,8 bilhões nos sete primeiros meses do ano, 6,54% do PIB, elevando-se em 0,11 p.p. do PIB em relação ao mesmo período de 2007. Esse comportamento refletiu o aumento, de R\$12,9 bilhões para R\$22 bilhões, na apropriação de juros relativos à dívida atrelada ao IPCA, evolução associada tanto à maior variação do indicador – 4,2% de janeiro a julho de 2008, ante 2,3% no mesmo período do ano anterior – quanto ao crescimento da participação, de 18,9%, em julho de 2007, para 23,2%, em julho de 2008, da dívida atrelada ao IPCA na dívida total. Esses dados evidenciam que a elevação da inflação tem impacto desfavorável relevante sobre a dívida pública.

Apesar desse aumento, o deficit nominal do setor público, evidenciando o crescimento do superavit primário,

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

Discriminação	2007		2008	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	13,4	0,9	8,6	0,5
Primário	-79,6	-5,5	-98,2	-6,0
Juros	92,9	6,4	106,8	6,5
Fontes	13,4	0,9	8,6	0,5
Financiamento interno	180,6	12,5	63,8	3,9
Dívida mobiliária	209,2	14,5	115,3	7,1
Dívida bancária	-25,9	-1,8	-35,4	-2,2
Outros	-2,6	-0,2	-16,1	-1,0
Financiamento externo	-167,3	-11,6	-55,2	-3,4

Gráfico 3.31 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Sem swap.

Tabela 3.9 – Operações compromissadas – Mercado aberto

Saldos e participações

Período	R\$ milhões				
	Até 1 mês		Acima de 1 mês		Total
	Saldo	%	Saldo	%	
2003 Dez	43 742	78,5	11 975	21,5	55 717
2004 Mar	47 718	72,1	18 440	27,9	66 158
Jun	46 509	58,8	32 578	41,2	79 088
Set	34 839	47,0	39 250	53,0	74 089
Dez	7 797	16,5	39 410	83,5	47 207
2005 Mar	5 239	11,5	40 506	88,5	45 744
Jun	4 099	12,3	29 165	87,7	33 264
Set	-6 857	-16,4	48 591	116,4	41 734
Dez	-24 430	-106,9	47 286	206,9	22 856
2006 Mar	-8 399	-18,3	54 395	118,3	45 996
Jun	7 241	10,3	62 821	89,7	70 062
Set	19 120	26,6	52 779	73,4	71 899
Dez	5 800	9,7	54 231	90,3	60 030
2007 Mar	41 656	39,3	64 281	60,7	105 937
Jun	10 198	7,5	126 562	92,5	136 760
Set	7 561	4,3	168 525	95,7	176 086
Dez	-1 460	-0,9	167 274	100,9	165 813
2008 Mar	37 349	18,2	167 643	81,8	204 991
Jun	42 818	18,4	190 311	81,6	233 129
Jul	76 991	25,7	222 843	74,3	299 834

passou de R\$13,4 bilhões, 0,92% do PIB, nos sete primeiros meses de 2007, para R\$8,6 bilhões, 0,53% do PIB, no mesmo período de 2008, constituindo-se, como proporção do PIB, no melhor resultado da série iniciada em 1991. O deficit nominal no ano vem sendo financiado por expansões da dívida mobiliária, contrabalançadas, parcialmente, por reduções na dívida bancária; no financiamento externo; e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, alcançou R\$1.204,4 bilhões em julho, 41% do PIB, reduzindo-se em 2,2 p.p. do PIB em relação a abril. A evolução trimestral traduziu impactos contracionistas relacionados à ocorrência de resgates líquidos de R\$56 bilhões, realizados no mercado primário, ao efeito financeiro de R\$0,8 bilhão referente à apreciação cambial no trimestre, de 7,2%, e à incorporação de juros nominais de R\$42,5 bilhões.

As participações no total da dívida mobiliária federal, dos títulos atrelados à taxa *over/Selic* e a índices de preços atingiram 29,5% e 23,6%, respectivamente, registrando aumentos de 0,1 p.p. e 0,6 p.p. em relação a abril, enquanto, em sentido contrário, a representatividade dos títulos prefixados, traduzindo resgates líquidos de R\$56,7 bilhões em Letra do Tesouro Nacional (LTN), recuou 3,6 p.p., para 24,7%. A participação dos títulos vinculados ao câmbio reduziu-se 0,1 p.p., atingindo 0,6%. A participação dos financiamentos tomados pelo Banco Central por meio das operações de mercado aberto elevou-se em 3,1 p.p., alcançando 19,9%.

Os financiamentos de curtíssimo e curto prazo realizados no mercado aberto atingiram R\$322,9 bilhões em julho, ante R\$268,6 bilhões em abril, aumento decorrente de vendas líquidas de títulos de R\$46,8 bilhões e incorporação de juros de R\$7,5 bilhões.

Em julho, o cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, evidenciando continuidade da melhora no perfil de maturação, registrava a seguinte distribuição: R\$79,7 bilhões, 6,6% do total, com vencimento em 2008; R\$277,1 bilhões, 23% do total, em 2009; e R\$847,7 bilhões, 70,4% do total, a partir de janeiro de 2010.

Gráfico 3.32 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária

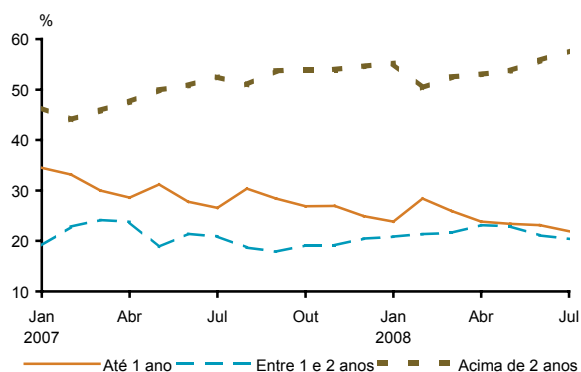


Gráfico 3.33 – Operações de swap e mercado aberto

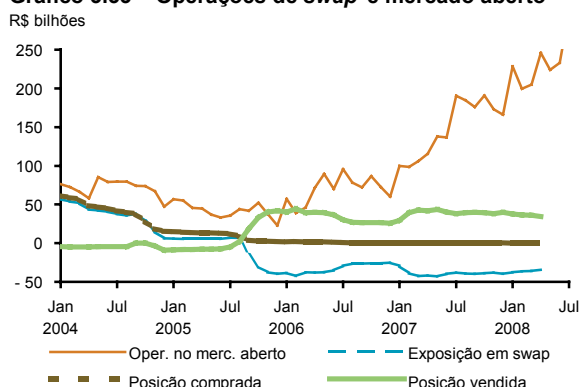


Tabela 3.10 – Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

Discriminação	2006		2007		Jul 2008	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 067 363	44,7	1 150 357	42,7	1 153 289	40,9
Fluxos	Acumulados no ano					
Var. DLSP	64 879	-1,8	82 994	-2,0	41 820	-2,1
Fatores	64 879	2,7	82 994	3,1	41 820	1,4
NFSP	69 883	2,9	57 926	2,1	8 578	0,3
Primário	-90 144	-3,8	-101 606	-3,8	-98 225	-3,3
Juros	160 027	6,7	159 532	5,9	106 803	3,6
Ajuste cambial	-4 881	-0,2	29 268	1,1	30 857	1,1
Dív. interna ^{1/}	-2 222	-0,1	-2 432	-0,1	-1 327	0,0
Dív. externa	-2 659	-0,1	31 701	1,2	32 183	1,1
Outros ^{2/}	2 302	0,1	-2 305	-0,1	1 070	0,0
Reconhecimento						
de dívidas	- 375	0,0	- 630	0,0	1 316	0,0
Privatizações	-2 049	-0,1	-1 265	0,0	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-4,5		-5,1		-3,5

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

O percentual da dívida mobiliária em mercado, com vencimento em até doze meses, atingiu 21,9% em julho, situando-se em patamar inferior ao limite mínimo de 24% estabelecido pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) 2008, enquanto o prazo médio da dívida alcançou 41,3 meses, inferior, ainda, ao limite mínimo de 42 meses estabelecido naquele plano de financiamento.

As operações de *swap* cambial atingiram R\$34,3 bilhões negativos em julho. No trimestre, considerando o critério caixa, o resultado dessas operações, definido como a diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom, foi desfavorável ao Banco Central em R\$4,3 bilhões.

Dívida Líquida do Setor Público

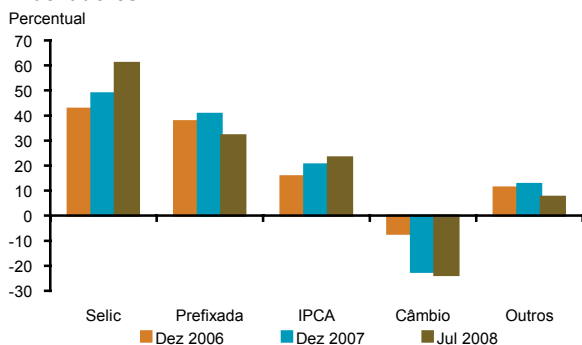
A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.192,2 bilhões em julho, 40,6% do PIB, reduzindo-se em 2,1 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2007. Por segmentos, as dívidas líquidas do Governo Central e dos governos regionais registraram reduções respectivas de 1,7 p.p. e de 0,4 p.p. do PIB no período, enquanto os créditos líquidos das empresas estatais se mantiveram estáveis.

O recuo na relação DLSP/PIB observado ao longo do ano refletiu o impacto mais intenso associado à evolução favorável do superavit primário e ao efeito do crescimento do PIB valorizado, em relação ao inerente à incorporação dos juros nominais e ao ajuste decorrente da apreciação cambial ocorrida no período.

A composição da DLSP refletiu o aumento da demanda por títulos atrelados à taxa Selic e ao IPCA. Nesse ambiente, consistente com as expectativas relacionadas à evolução da inflação, registraram-se, no ano, emissões líquidas respectivas de R\$122,3 bilhões e de R\$19,3 bilhões em títulos atrelados à taxa Selic e ao IPCA, e resgates líquidos de R\$115,3 bilhões de dívida prefixada, que passaram a representar 60,9%, 23,2% e 32,1% da DLSP em julho, ante 48,7%, 20,4% e 40,6% em dezembro de 2007.

A dívida bruta do Governo Geral, que inclui o Governo Federal, o Instituto Nacional de Seguridade Social e os governos regionais, alcançou 55,6% do PIB em julho, reduzindo-se 1,6 p.p. em relação a dezembro de 2007.

Gráfico 3.34 – DLSP – Participação percentual por indexadores



3.4 Conclusão

O mercado de crédito, refletindo a evolução do nível de atividade econômica, seguiu aquecido no trimestre encerrado em julho, contribuindo para a sustentação dos gastos de consumo das famílias e de investimento das empresas. Esse desempenho mantém-se, em ambiente de inadimplência reduzida e estável, a despeito da elevação nas taxas de juros básicas observada desde abril, movimento acompanhado pela evolução dos custos de captação que estiveram condicionados, adicionalmente, pela persistente instabilidade nos mercados financeiros internacionais e pela deterioração das expectativas inflacionárias.

A demanda de crédito bancário por parte das pessoas jurídicas apresentou renovada robustez, favorecida pelo cenário mais restritivo em relação à captação de recursos no mercado de capitais e no exterior. A utilização do crédito bancário para atendimento das necessidades de capital de giro permaneceu relevante, com ênfase para o crescimento da participação relativa dos empréstimos contratados por empresas de pequeno e médio portes.

O crédito a pessoas físicas, embora registrasse taxas de crescimento significativas, apresentou sinais de desaceleração, trajetória consistente com a expansão menos vigorosa das operações do crédito consignado. Em sentido oposto, permaneceu expressivo o impulso associado aos financiamentos destinados à aquisição de veículos, com ênfase crescente nas operações de *leasing*.

Os superávits primários acumulados no ano e em doze meses situaram-se em patamar compatível com a meta estabelecida para 2008. Esses resultados decorreram, em especial, do desempenho da arrecadação no âmbito dos governos federal e regionais, que segue fortemente impulsionada pelo nível de atividade da economia. Ressalte-se, adicionalmente, a redução do déficit nas contas da previdência social, resultado da melhoria dos indicadores do emprego, da recuperação de créditos e da eficiência administrativa. Nesse ambiente, a relação DLSP/PIB mantém-se em trajetória declinante, em que pese o efeito da apreciação cambial sobre as reservas internacionais e a maior apropriação de juros sobre as dívidas atreladas a índices de preços.

A perspectiva favorável quanto à manutenção do dinamismo da atividade econômica, aliada à manutenção das metas estabelecidas no processo orçamentário, reforçam, portanto, as perspectivas de continuidade de melhora dos indicadores fiscais.

A economia mundial segue, doze meses após a eclosão da crise no mercado *subprime*, em trajetória de ajuste aos efeitos cumulativos das condições financeiras mais restritivas nos Estados Unidos da América (EUA) e na Área do Euro; do recuo nos preços de diversas classes de ativos; da menor demanda norte-americana nos mercados internacionais de bens e serviços; e do aumento da inflação decorrente da elevação dos preços das *commodities*.

Em meio a um persistente cenário de incertezas quanto à evolução das condições dos mercados financeiros internacionais e de sinais de redução mais acentuada no nível de atividade das principais economias maduras – excetuando-se, no primeiro semestre, os EUA, os preços das *commodities*, em especial o do petróleo, apresentaram acomodação a partir de meados de julho.

Nesse ambiente, em que a desaceleração da atividade econômica contribuiu para uma deterioração adicional da qualidade do crédito – que ultrapassou a dimensão do *subprime* –, os fundos de investimento foram estimulados a realizar lucros, vendendo posições ativas em *commodities* e demandando a moeda norte-americana. Esta, beneficiada, adicionalmente, pela expectativa de reduções nos diferenciais entre as taxas de juros básicas dos EUA, da Área do Euro e do Reino Unido, recuperou grande parte das perdas anuais acumuladas em relação ao euro.

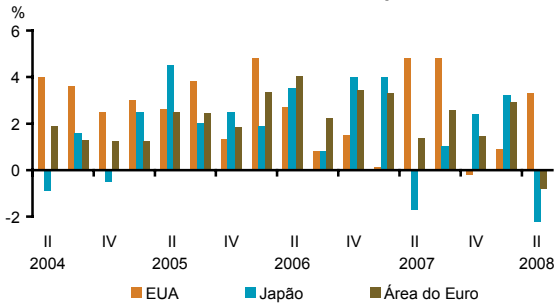
4.1 Atividade econômica

O PIB dos EUA, traduzindo os efeitos da implementação do pacote de estímulo fiscal¹ sobre a expansão do consumo, os efeitos defasados do relaxamento da política monetária, que mitigaram o impacto contracionista do aperto nas condições de concessão de crédito, e a continuidade do

1/ Entre abril e junho últimos, foram distribuídos US\$77 bilhões, de um total de US\$118 bilhões, em cheques de retorno tributário previstos no pacote.

crescimento das exportações, apresentou taxa anualizada de 3,3% no segundo trimestre de 2008, ante 0,9% no trimestre encerrado em março.

Gráfico 4.1 – EUA, Área do Euro e Japão – PIB^{1/}



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

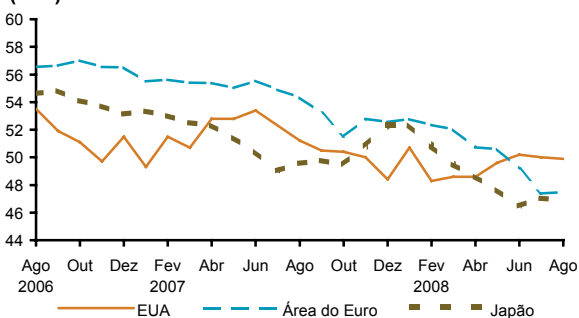
1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

Essa aceleração, em cenário de manutenção das contribuições negativas dos gastos em construções residenciais e de contração mais acentuada dos investimentos empresariais em máquinas e equipamentos (-3,2% ante 0,6% no trimestre anterior), evidenciou a contribuição de 3,1 p.p. exercida pelas exportações líquidas para o PIB – melhor resultado desde o segundo trimestre de 1980, compreendendo crescimento de 13,2% para as exportações e recuo de 7,6% para as importações – e a aceleração do aumento do consumo das famílias, de 0,9% para 1,7%.

Esse ambiente proporcionou novo ajuste no nível de estoques da economia, que determinou contribuição negativa de 1,4 p.p. para o crescimento do PIB no período, sem desdobramentos representativos sobre os níveis da produção e do emprego. Nesse sentido, no segundo trimestre do ano, foram eliminados 165 mil postos de trabalho no setor não agrícola, ante 247 mil no trimestre encerrado em março.

Reflexo parcial da exaustão de fatores transitórios que, no primeiro trimestre, estimularam a aceleração do crescimento das exportações no Japão e a intensificação dos investimentos em construções e a acumulação de estoques na Área do Euro, o PIB dessas economias apresentou contrações anualizadas, respectivas, de 2,4% e 0,8% no trimestre finalizado em junho.

Gráfico 4.2 – Indicadores de Expectativa Empresarial (PMI)



Fonte: Bloomberg, Reuters

Esses resultados refletiram, adicionalmente, os efeitos da elevação dos preços do petróleo e de outras *commodities* – expressos na deterioração dos indicadores de expectativa empresarial dessas economias desde agosto de 2007 –, bem como o aumento da aversão ao risco e dos *spreads* nos mercados financeiros, com impactos sobre os lucros empresariais, a renda real e os gastos de consumo das famílias. A elevação dos preços de *commodities* teve, aparentemente, efeito negativo mais pronunciado na Europa e no Japão do que nos EUA, onde algumas regiões foram beneficiadas pela elevação de preços de matérias primas.

No Japão, os gastos de consumo das famílias recuaram 2,1% no segundo trimestre, em termos anualizados, e os investimentos não residenciais, 0,3%, enquanto as exportações e as importações de bens e serviços, após se elevarem, na ordem, 4,9% e 14,3% no trimestre encerrado em março, apresentaram contrações respectivas de 8,9% e 10,7%, determinando contribuição nula do setor externo para a expansão do PIB no período.

Ao final de agosto, reconhecendo o impacto negativo da deterioração dos termos de troca sobre a economia do país, o governo japonês anunciou medidas fiscais expansionistas incluindo corte do imposto de renda no atual ano fiscal, garantias de empréstimo para pequenas e médias empresas, suporte financeiro a empresas de transporte, entre outras medidas. A previsão total de gastos alcança ¥11,7 trilhões, e, excluídas as garantias previstas a empréstimos de pequenas e médias empresas, ¥1,8 trilhão, equivalentes a US\$16,6 bilhões.

Na Área do Euro, os investimentos em construções, após apresentarem crescimento anualizado de 10,4% no trimestre encerrado em março, recuaram 9,1% no segundo trimestre do ano, movimento associado, em parte, ao enrijecimento das condições de concessão de crédito imobiliário na Espanha, Irlanda e França.

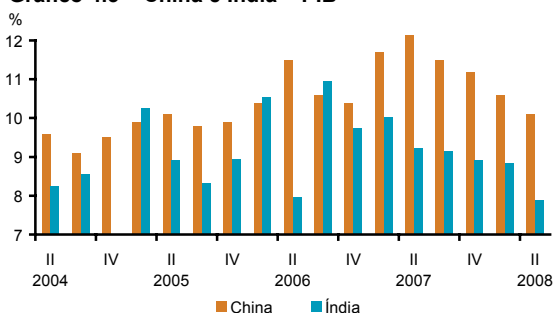
Evidenciando a evolução dos investimentos em construções e o menor dinamismo dos investimentos empresariais, a FBCF recuou 4,9%, em termos anualizados, no segundo trimestre, ante expansão de 6,1% no trimestre encerrado em março. A acumulação de estoques exerceu contribuição nula para o PIB, ante 0,3 p.p. no trimestre anterior, enquanto o consumo das famílias apresentou contração anualizada de 0,4%. Nesse cenário, a demanda interna determinou contribuição negativa de 0,8 p.p. para a variação anualizada do PIB da região, no segundo trimestre do ano.

Contrastando com os resultados observados nas principais economias maduras, as taxas de crescimento anualizadas do PIB da China e da Índia mantiveram-se em patamar elevado, atingindo, na ordem, 10,1% e 7,9% no segundo trimestre, ante 10,6% e 8,8%, respectivamente, no trimestre finalizado em março.

Essa desaceleração traduziu, em especial, os efeitos, sobre a evolução da FBCF, inerentes às condições monetárias e creditícias domésticas mais restritivas impostas pelos bancos centrais dessas economias, objetivando conter a inflação e o superaquecimento econômico. Nesse sentido, o crescimento trimestral anualizado da FBCF atingiu 14,3% na China e 9% na Índia, no trimestre encerrado em junho, ante 15,9% e 11,2%, respectivamente, no primeiro trimestre do ano.

Ressalte-se que, na China, a evolução dos investimentos reflete, adicionalmente, o gradual arrefecimento do crescimento das exportações e ocorre em paralelo à

Gráfico 4.3 – China e Índia – PIB^{1/}



Fonte: Bloomberg

1/ Variações relativas a igual trimestre do ano antecedente.

aceleração do consumo das famílias, que, expresso pelo crescimento real anualizado das vendas no varejo, aumentou 14,1% no trimestre encerrado em junho, ante 11,7% naquele finalizado em março. Ainda no caso da China, eventos temporários, como as Olimpíadas, que ensejaram desaceleração, por razões ambientais, da produção industrial em Beijing e nas províncias vizinhas, parecem ter contribuído para certa acomodação nos níveis de expansão econômica, que, todavia, permanecem elevados.

4.2 Política monetária e inflação

No início do terceiro trimestre, em ambiente de inflação crescente e volatilidade nos mercados financeiros, o ritmo de expansão da atividade econômica mundial manteve-se abaixo do potencial, apesar do caráter acomodatório da política monetária em diversas economias. Mais recentemente, embora ocorresse algum recuo nos preços de *commodities*, os índices inflacionários, em particular nas economias maduras, ainda não apresentaram recuos significativos.

Nesse cenário, as avaliações dos bancos centrais em relação aos riscos imediatos têm diferido. Por um lado, enquanto as autoridades monetárias da Área do Euro, Suécia, México, Chile, Colômbia, Peru, Índia, Brasil e Coréia, entre outros, elevaram os juros básicos em julho e agosto, tendência diversa ganha espaço, por exemplo, no Banco da Inglaterra (BoE), cujos comunicados revelam crescente preocupação com a falta de vigor da economia, preocupação que provocou, na Austrália, Nova Zelândia e República Tcheca, uma efetiva redução nas taxas de juros. A persistirem os recuos de preços observados recentemente, a redução das taxas de juros pode se configurar em nova tendência nos países emergentes, tanto da Europa quanto da Ásia, regiões em que a maior flexibilização da política monetária, ora menos restritiva do que a predominante na América Latina, poderia compensar os efeitos da desaceleração econômica global transmitidos pelo canal do comércio exterior. Por outro lado, a depreciação de diversas moedas da Ásia contra o dólar americano, com potenciais repercussões inflacionárias, pode atuar na direção de limitar a margem de manobra das autoridades monetárias da região.

Nos EUA, o comportamento dos preços dos alimentos e da energia contribuiu para que a inflação ao consumidor, acumulada em doze meses, atingisse 5,6% em julho, maior taxa em dezessete anos, e seu núcleo alcançasse 2,5%, variações bastante superiores à zona de conforto do

Gráfico 4.4 – Inflação de energia

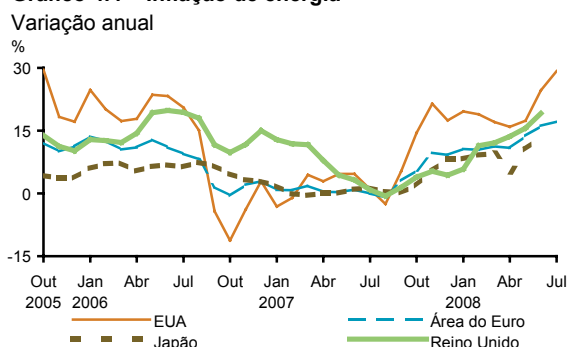


Gráfico 4.5 – Índice de preços de commodities agrícolas

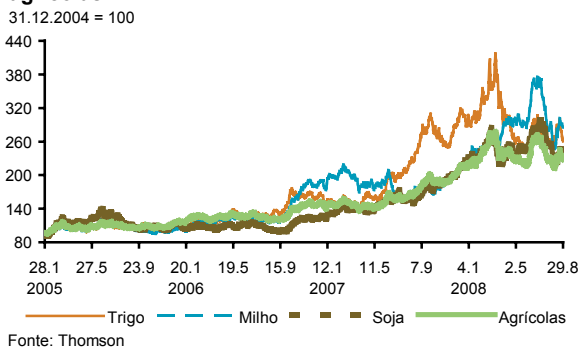
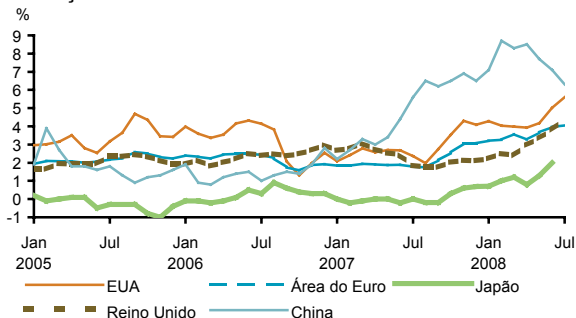


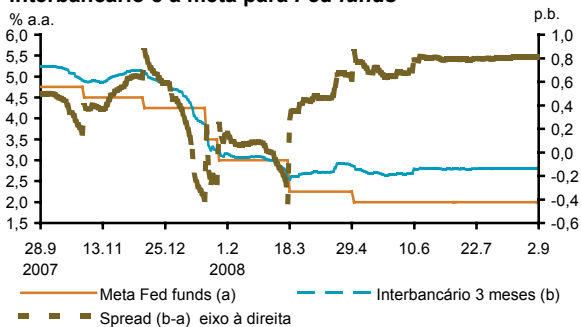
Gráfico 4.6 – Inflação ao consumidor

Varição anual



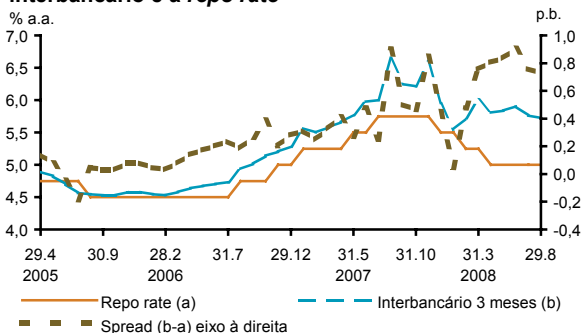
Fonte: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.7 – EUA: Spread entre os juros no interbancário e a meta para Fed funds



Fonte: Thomson

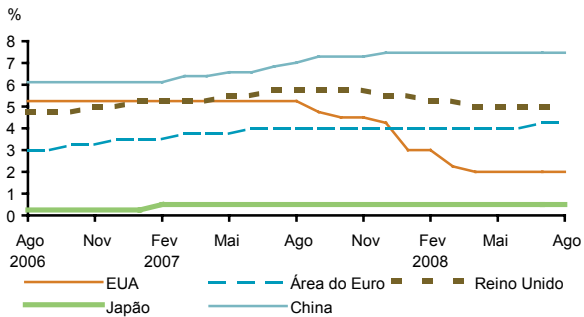
Gráfico 4.8 – RU: Spread entre os juros no interbancário e a repo rate



Fonte: Thomson

Gráfico 4.9 – Taxas de juros oficiais

Taxas anuais



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

Federal Reserve (Fed), que considera a redução do ritmo da atividade econômica nos próximos trimestres como elemento decisivo à reversão dessa trajetória. Ressalte-se que o arrefecimento da inflação deverá ser favorecido, adicionalmente, pela redução nos preços das *commodities* e pela apreciação do dólar. Todavia, como a inflação ainda não cedeu, e como os juros reais encontram-se negativos, o Fed tem mantido a meta para os *Fed funds* em 2% a.a.

Em cenário de persistente fragilidade nos mercados financeiros, o Fed estendeu para janeiro de 2009 a vigência dos programas de assistência à liquidez *Term Securities Lending Facility* (TSLF) e *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF). Adicionalmente, criou a figura de leilões de opções no âmbito do TSFL, no valor de US\$50 bilhões, que se somam aos US\$200 bilhões já disponíveis pelo instrumento. Simultaneamente, permitiu que, no âmbito dos leilões *Term Auction Facility* (TAF), fosse facultado ao tomador de crédito os prazos de 28 e/ou 84 dias para saldar os empréstimos. Além dessas medidas, em conjunto com o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco Nacional da Suíça (BNS), estendeu para janeiro de 2009 o prazo de vigência das linhas de *swap*, com ampliação do volume de recursos de US\$50 bilhões para US\$55 bilhões no acordo com o BCE.

No Reino Unido, em ambiente de contínuo agravamento das condições de crédito, instabilidade crescente no mercado imobiliário e deterioração das perspectivas de crescimento, a inflação ao consumidor, acumulada em doze meses, atingiu 4,4% em julho, ante a meta de 2%, enquanto a variação do índice de preços ao produtor alcançou o recorde de 10,2%. Nesse contexto, apesar da progressiva configuração de um quadro recessivo, a atuação do BoE em relação a futuras reduções nas taxas de juros, compatíveis com a retórica menos restritiva de seu último relatório de inflação, deverá considerar a manutenção da credibilidade da meta de inflação, a necessidade de ancorar as expectativas inflacionárias e a linha de atuação expressa na carta enviada ao Secretário do Tesouro justificando o desvio da inflação em relação à meta estabelecida.

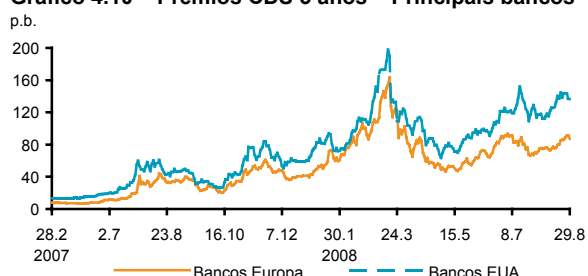
Na Área do Euro, a variação do índice de preços ao consumidor, acumulada em doze meses, alcançou o recorde de 4% em julho, impulsionada pelos aumentos de 6,7% nos preços dos alimentos e de 17,1% nos relativos à energia, induzindo o BCE, depois de treze meses, a elevar as taxas de juros básicos para 4,25% a.a. O menor dinamismo da atividade econômica, entretanto, impõe limites à ação da autoridade monetária, que já sinalizou que o aumento dos

juros ocorrido em julho não caracteriza o início de novo ciclo restritivo. Adicionalmente, o BCE, em coordenação com o Fed, ampliou a linha de *swap* de US\$50 bilhões para US\$55 bilhões, e passou a efetuar leilões de 28 e 84 dias.

No Japão, a inflação ao consumidor acumulada em doze meses atingiu 2,3% em julho, maior taxa desde meados da década de 90, resultado influenciado pelas elevações respectivas de 13,7% e 3,5% nos preços da energia e dos alimentos. No mesmo sentido, o núcleo da inflação, que exclui os preços dos alimentos *in natura*, seguiu em trajetória ascendente, alcançando 2,4% no período. Nesse ambiente, em que os juros reais se encontram negativos, mas a perspectiva de intensificação do arrefecimento da atividade econômica – contida tanto pelo canal do comércio exterior quanto pelo recuo da absorção interna – se constitui em preocupação evidente do Banco do Japão (BoJ), a meta para a *overnight call rate* segue inalterada em 0,5%, desde fevereiro de 2007.

Na China, em paralelo à relativa desaceleração registrada no ritmo da atividade econômica, ocorre, em contraste com o observado nas principais economias, sistemática desaceleração dos preços ao consumidor, que acumularam alta, em doze meses, de 6,3% em julho, ante 8,5% em abril, favorecida pelo comportamento dos preços dos alimentos. Nesse cenário, embora o índice de preços ao produtor, refletindo, em parte, a progressiva liberalização dos preços internos da energia, acumulasse variação em doze meses de 10% em julho, as diretrizes econômicas do governo chinês para o segundo semestre do ano aparentemente passaram a considerar, também, a necessidade de conter o ritmo da desaceleração, ainda que sem abandonar por completo a preocupação com os riscos inflacionários. O Banco do Povo da China (BPC), tendo em vista as condições monetárias do país, manteve, até agosto, a opção pelo emprego do aumento do recolhimento compulsório, em 17,5% desde junho, em detrimento da alteração dos juros básicos, em 7,47% a.a. desde dezembro de 2007.

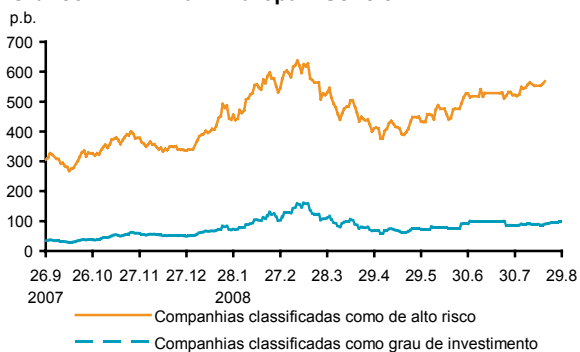
Gráfico 4.10 – Prêmios CDS 5 anos – Principais bancos^{1/}



Fonte: Thomson

1/ Calculado pela média aritmética dos prêmios de CDS de 5 anos de importantes bancos dos EUA e da Europa. Por tratar-se de amostra não aleatória, pode não refletir o comportamento do sistema financeiro como um todo.

Gráfico 4.11 – iTraxx Europa – Série 8



Fonte: Thomson

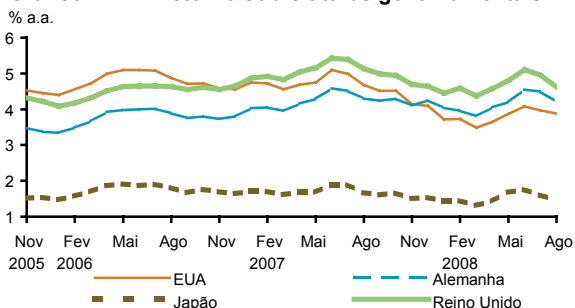
4.3 Mercados financeiros internacionais

Desde julho de 2007^{2/}, bancos e companhias de valores mobiliários de distintos países efetuaram volumosos ajustes em seus balanços, anunciando perdas e baixas contábeis da

2/ De acordo com dados levantados pela *Bloomberg*, em 20 de agosto de 2008.

ordem de US\$500 bilhões. A persistente deterioração dos preços das residências, não somente nos Estados Unidos, mas também no Reino Unido e na Espanha, aliada à desaceleração do ritmo da atividade econômica nas principais economias, tem contribuído para a deterioração da qualidade do crédito, que se alastra para outras classes além da *subprime*. Nesse sentido, os prêmios médios de *credit default swap* (CDS) – que medem o custo de garantia contra *default* – de cinco importantes bancos norte-americanos e de cinco importantes bancos europeus voltaram a subir a partir de meados de maio e atingiram, ao final de agosto, 136,5 p.b. e 86,9 p.b., respectivamente, ante 87,8 p.b. e 54,6 p.b. em 30 de maio.

Gráfico 4.12 – Retorno sobre títulos governamentais^{1/}



Fonte: Bloomberg

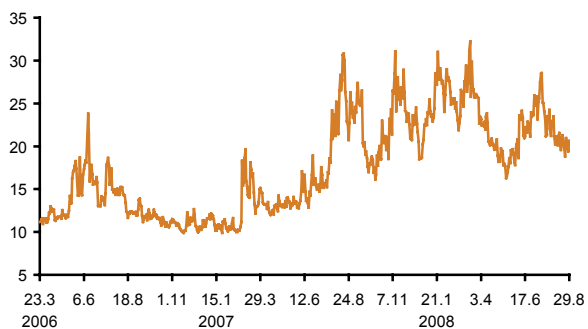
1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de dez anos, até 31 de agosto de 2008.

A seqüência de perdas e baixas contábeis anunciadas por bancos e seguradoras segue elevando as exigências para a concessão de novos empréstimos, em ambiente de maior aversão ao risco dos investidores do setor financeiro. Nesse cenário, assim como nos CDS de bancos europeus e norte-americanos, o custo do crédito para as corporações norte-americanas e européias voltou a subir a partir de meados de maio. Na Europa, o *iTraxx Crossover*, prêmio exigido para garantir empréstimos tomados por companhias de alto risco, passou de 447 p.b., em 30 de maio, para 550 p.b., ao final de agosto, enquanto o *iTraxx Investment Grade*, prêmio exigido para companhias classificadas como grau de investimento, subiu de 77 p.b. para 99 p.b. no período.

A contração no ritmo da atividade econômica em importantes economias maduras influenciou negativamente os rendimentos dos papéis de longo prazo dos EUA, Alemanha, Reino Unido e Japão, onde os rendimentos anuais dos títulos com prazo de dez anos, em meio às crescentes especulações de que a economia japonesa estaria em recessão, passaram de 1,89%, em meados de junho, para 1,42%, ao final de agosto. O rendimento anual do título de dez anos da Alemanha, utilizado como referência na Área do Euro, recuou de 4,68%, em 19 de junho, para 4,18%, ao final de agosto, enquanto no Reino Unido, o rendimento anual do papel de mesmo prazo, que atingira 5,25% em 13 de junho, alcançou 4,48%. Nos EUA, a taxa anual do papel de dez anos passou de 4,27%, em 16 de junho, para 3,81%, ao final de agosto. As taxas de juros anuais dos títulos de dez anos do Reino Unido, Japão, EUA e Alemanha apresentaram recuos respectivos de 51 p.b., 34 p.b., 25 p.b. e 23 p.b. no trimestre encerrado em agosto.

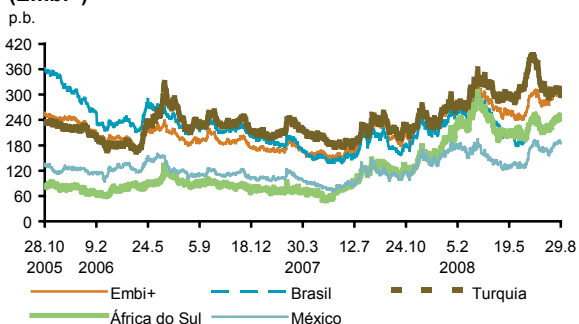
O índice *Chicago Board Options Exchange* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do *Standard and Poor's* (S&P 500) e é considerado um indicador da

Gráfico 4.13 – VIX



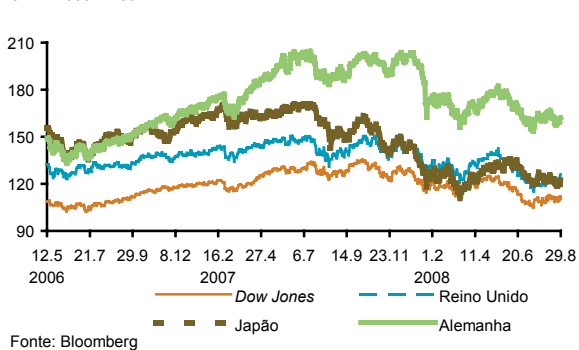
Fonte: Thomson

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



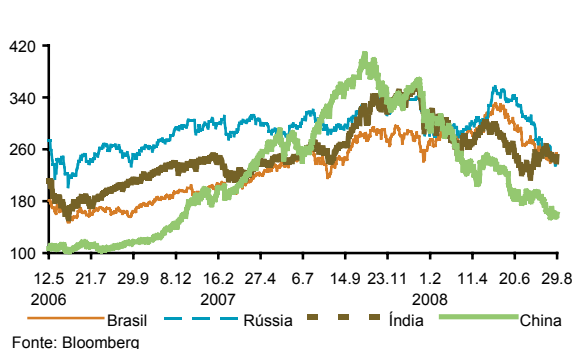
Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.16 – Bolsas de valores: Mercados emergentes



Fonte: Bloomberg

aversão ao risco por parte dos investidores, atingiu média de 22,4 pontos no trimestre encerrado em agosto, ante 22,3 pontos naquele finalizado em maio. O VIX apresentou trajetória crescente entre o final de maio, quando se situava em 17,8 pontos, até atingir o máximo de 28,5 pontos em 15 de julho, encerrando agosto em 20,7 pontos.

O *Emerging Market Bond Index Plus* (Embi+), indicador de risco associado a mercados emergentes, alcançou 298 pontos no final de agosto, ante 241 pontos ao final de maio, após atingir, em 10 de julho, 311 pontos. Ainda, considerando o trimestre encerrado em agosto, ressaltou-se a forte oscilação do indicador associado à Turquia, que alcançou 393 p.b. em 3 de julho – maior valor desde 29 de julho de 2004, reflexo da insegurança no cenário político no país –, recuando para 297 p.b. ao final de agosto, após decisão do Tribunal Constitucional do país em favor da legalização do atual partido governante. Os indicadores Embi+ associados a África do Sul, Brasil e México passaram de 203 p.b., 181 p.b. e 136 p.b., respectivamente, em 30 de maio, para 242 p.b., 240 p.b. e 185 p.b., no final de agosto.

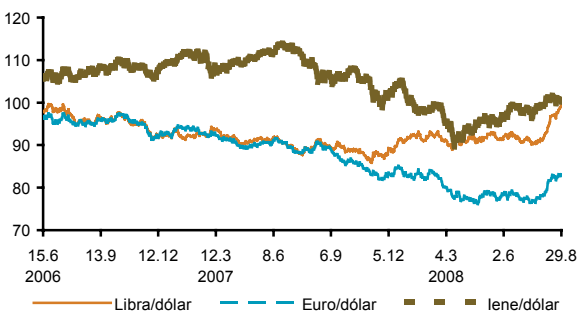
O processo de desaceleração do ritmo da atividade em importantes economias impactou negativamente os principais indicadores das bolsas de valores. Os índices *Dow Jones*, dos EUA, e *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido, que atingiram, em meados de julho, os menores valores dos últimos dois anos, recuaram, na ordem, 8,7% e 6,9% entre os finais de maio e de agosto. No mesmo período, os índices *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha, e *Nikkei*, do Japão, retrocederam, na ordem, 9,5% e 8,8%. Nos oito primeiros meses do ano, o *Dow Jones* e o DAX acumularam perdas respectivas de 13% e 20,4%.

Influenciadas pelo fraco desempenho da economia global e pela redução nos preços das *commodities*, observada a partir de meados de julho, as bolsas de valores das principais economias emergentes apresentaram, ao longo do último trimestre, desempenho inferior ao observado nas bolsas de valores dos mercados desenvolvidos. Os índices Ibovespa do Brasil, *Russian Trading System Index* (RTSI) da Rússia, *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* (Sensex) da Índia e Xangai Composto da China apresentaram recuos respectivos de 23,3%, 30,4%, 11,3% e 30,2% entre os finais de maio e de agosto, acumulando, na mesma ordem, perdas anuais de 12,8%, 27,5%, 28,2% e 54,4%.

O dólar dos EUA segue, desde meados de junho, em trajetória de apreciação em relação às principais moedas.

Gráfico 4.17 – Cotações do dólar

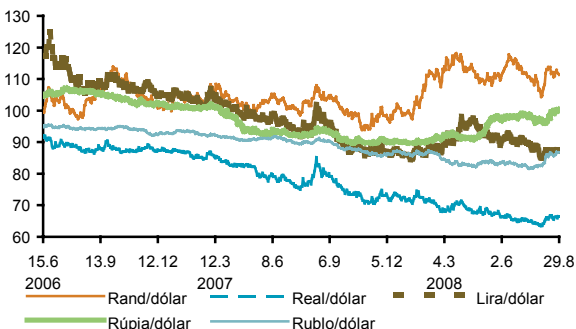
1.6.2005 = 100



Fonte: Bloomberg

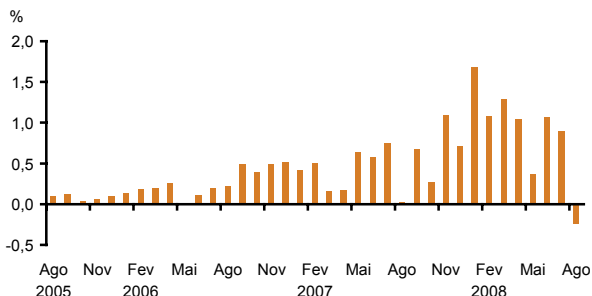
Gráfico 4.18 – Moedas de países emergentes

1.6.2005 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.19 – Variação média mensal do renminbi ante o dólar^{1/}



Fonte: Bloomberg

1/ Até 29 de agosto de 2008.

Esse movimento traduz tanto a expectativa de redução entre os diferenciais das metas para os *Fed funds* e para as taxas básicas de juros na Área do Euro e no Reino Unido, quanto o declínio nos preços das *commodities*, em especial do petróleo. Entre os finais de maio e de agosto, o dólar apresentou apreciações em relação ao iene, 3,1%; ao euro, 6%; e à libra esterlina, 8,9%.

No Reino Unido, o aprofundamento da crise no setor imobiliário favoreceu a depreciação da libra esterlina, que alcançou, no final de agosto, a menor cotação dos últimos 25 meses em relação ao dólar dos EUA. No Japão, o recente declínio do iene traduz as preocupações em relação aos efeitos da desaceleração global sobre a economia doméstica, fortemente dependente das exportações. Em sentido inverso, as recorrentes divulgações de baixas contábeis adicionais, por parte de instituições financeiras internacionais, têm favorecido o desmonte de operações de carregamento, mitigando o efeito adverso da desaceleração da economia japonesa sobre a paridade iene/dólar. Na Área do Euro, a recente depreciação da moeda única frente ao dólar refletiu, em especial, o desempenho negativo dos indicadores econômicos da região. Em 8 de agosto, o dólar dos EUA apreciou 2,1% em relação ao euro, maior variação em um único dia nos últimos sete anos.

A evolução da moeda norte-americana em relação às moedas das economias emergentes no último trimestre, sobretudo a partir de meados de julho, foi influenciada tanto por fatores globais – como a recente redução nos preços das *commodities*, que afetou negativamente as moedas dos países exportadores desses bens – como por fatores específicos de cada país. Entre os finais de maio e de agosto, o dólar apreciou em relação ao rublo, 4,1%; à rúpia, 3,5%; ao rand, 1,2%; e ao real, 0,3%, contrastando com a depreciação de 2,8% registrada ante a lira turca. O movimento em relação à moeda da Turquia, onde persiste a ocorrência de elevado e crescente déficit em conta corrente, evidenciou os efeitos tanto da situação política mais favorável quanto da elevação, entre maio e julho, de 15,25% para 16,75% a.a., da taxa básica de juros daquele país. A apreciação em relação ao rand da África do Sul, onde o déficit em conta corrente segue alto, traduziu as retrações recentes registradas nos preços do ouro e da platina, enquanto a evolução da cotação da rúpia indiana refletiu as incertezas políticas relacionadas às próximas eleições parlamentares e o crescente déficit em conta corrente do país. Adicionalmente, a recente depreciação do rublo russo ante o dólar coincidiu com o conflito militar entre este país e a Geórgia.

Na China, foram intensificados os controles sobre a entrada de capital estrangeiro, enquanto passou a ser facultado às empresas chinesas que atuam no exterior a não-internalização das receitas obtidas fora do país, e às empresas estrangeiras que operem na China, a emissão de títulos para captação de recursos no mercado financeiro doméstico. Oficialmente, a estratégia de apreciação do *renmimbi* em relação ao dólar permanece limitada a 0,5% ao dia, para cima ou para baixo. Entre os finais de maio e de agosto, o *renmimbi* apreciou 1,5% ante o dólar, acumulando, no ano, apreciação de 6,4%.

4.4 Commodities

Embora registrem tendência de desaceleração, em especial a partir de meados de julho, as cotações internacionais das *commodities* agrícolas apresentaram crescimento de 7,5% entre os finais de maio e de agosto, com ênfase para as elevações nos preços do açúcar, 39,6%; trigo, 13,6%; café, 7%; cacau, 5,3%; e algodão, 5,1%, contrastando com o recuo de 1,2% nas cotações da soja. Mesmo com o recuo observado recentemente, os preços das *commodities* agrícolas, como ilustra, por exemplo, o respectivo componente do índice CRB, cresceram 24,8% entre os finais de agosto de 2008 e 2007.

As cotações das *commodities* metálicas, em linha com a redução na demanda decorrente do arrefecimento da atividade econômica mundial, recuaram 4,5% entre os finais de maio e de agosto. Essa evolução traduziu reduções nas cotações dos metais preciosos, 8,9%, em especial prata, 20,1%; zinco, 8,6%; níquel, 5,4%; alumínio, 4,8%; chumbo, 4,3%; e cobre, 3,4%.

4.4.1 Petróleo

Em trajetória ascendente desde o início do ano, o preço do barril de petróleo tipo *Brent* atingiu o valor recorde de US\$145,66 em 3 de julho. Após essa data, as cotações passaram a experimentar recuo gradativo e encerraram agosto em US\$111,98, com redução de 11,9% em relação ao final de maio. Alguns fatores têm contribuído para manter a volatilidade dessas cotações, em especial a relação oferta-demanda internacional apertada, a redução dos estoques norte-americanos, a relutância da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) em elevar a produção do cartel, os tradicionais fatores geopolíticos, a depreciação do dólar e a pressão especulativa dos fundos

Gráfico 4.20 – Índice de preço de commodities

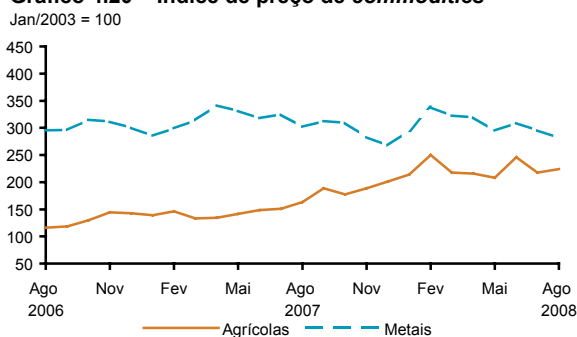
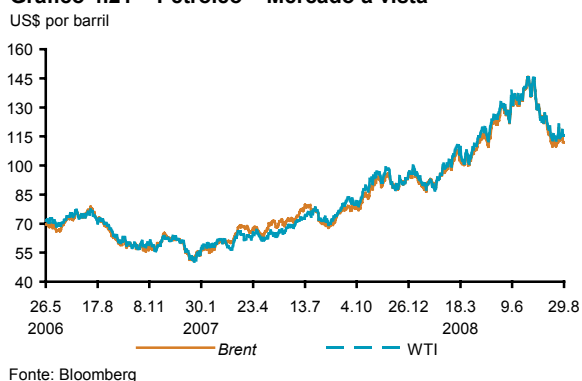


Gráfico 4.21 – Petróleo – Mercado à vista



de investimentos no mercado futuro de petróleo. Estes têm despertado o interesse de legisladores norte-americanos, que têm discutido legislação mais rígida para operações no mercado futuro de energia.

As cotações no mercado futuro de petróleo, evidenciando a atuação dos fundos de investimentos e as cotações no mercado *spot*, vêm registrando intensa volatilidade nos últimos meses. No final de junho, os contratos com vencimentos em dezembro de 2008 e de 2009 indicavam cotações respectivas de US\$142,29 e US\$141,92, as quais, ao final de agosto, recuaram para US\$116,55 e US\$119,99, respectivamente, representando, em menos de dois meses, retrações de 22,1% e 18,3%.

4.5 Conclusão

A crise financeira originada no mercado *subprime* completou um ano, período em que se observou deterioração intensa do cenário financeiro internacional e desaceleração do ritmo da atividade econômica mundial, em especial nos países desenvolvidos. Nos EUA, em particular, onde ainda não ocorreu um processo de recessão mais acentuado, o enfraquecimento do mercado de trabalho, as perdas de riqueza das famílias e as condições restritivas de crédito sugerem trajetória declinante do ritmo de atividade econômica para os próximos trimestres.

Esse ambiente impõe um dilema aos bancos centrais, em especial aos das economias maduras: o nível de atividade segue contido e sem perspectivas de recuperação no curto prazo, enquanto os índices de inflação se encontram em níveis preocupantes, que poderiam justificar algum aperto monetário para conter a demanda e evitar que o choque inflacionário se transforme em inflação permanente com custos de desinflação consideráveis no futuro.

Evolução Recente das Maiores Economias Mundiais e Tendências para o Crescimento Global

Desde o terceiro trimestre de 2007, acentuaram-se os fatores restritivos à expansão do nível de atividade das maiores economias desenvolvidas. Além dos efeitos negativos da crise no mercado *subprime* sobre a expansão de crédito na economia norte-americana e, em menor medida, na européia, bem como sobre os preços de ativos financeiros e imobiliários, o forte aumento dos preços internacionais de *commodities*, em especial do petróleo, exerceu importante influência sobre a expansão da renda real, do consumo e dos investimentos naquelas economias e no Japão.

A economia norte-americana, afetada de forma mais intensa pelos problemas em seu sistema financeiro, apresentou sinais de forte perda de dinamismo da demanda interna no quarto trimestre de 2007, o que determinou a adoção de ajustes na administração de estoques, na implementação de projetos de investimentos e na contratação de mão-de-obra pelas empresas do país.

Embora a rápida adaptação das políticas monetária e fiscal norte-americanas à piora nas condições de liquidez nos mercados financeiros e à necessidade de prover apoio à atividade econômica¹ tenham favorecido a continuidade da expansão da economia, a desaceleração dos investimentos não residenciais, do consumo privado e contribuições negativas da variação de estoques determinaram o enfraquecimento da demanda interna naquela economia.

1/ Entre setembro de 2007 e abril de 2008, o Comitê de Política Monetária do *Federal Reserve* reduziu em 325 pontos a taxa de juros básica da economia. Entre abril e julho de 2008, foram desembolsados, pela Secretaria do Tesouro do país, US\$118 bilhões em retornos tributários às famílias, sendo US\$78 bilhões entre o final de abril e junho, resultantes da implantação do pacote de estímulo fiscal ao consumo aprovado pelo Congresso em fevereiro último.

Tabela 1 – Economias desenvolvidas – Variação anualizada do PIB e componentes

	%					
	2007				2008	
	I	II	III	IV	I	II
PIB						
Estados Unidos	0,1	4,8	4,8	-0,2	0,9	3,1
União Européia	3,2	2,4	2,4	2,0	2,4	-0,4
Japão	4,0	-1,7	1,0	2,4	3,2	-2,4
Consumo privado						
Estados Unidos	3,9	2,0	2,0	1,0	0,9	1,7
União Européia	1,2	2,8	2,4	1,2	0,8	-0,4
Japão	2,3	1,1	0,0	1,4	2,8	-1,9
Investimento empresarial privado						
Estados Unidos	3,4	10,3	8,7	3,4	2,4	2,2
União Européia ^{1/}	6,1	-0,4	5,7	5,7	3,6	-6,2
Japão	1,3	-8,2	2,3	4,3	-0,2	-0,9
Investimento residencial						
Estados Unidos	-16,2	-11,5	-20,6	-27,0	-25,1	-15,7
União Européia ^{2/}	6,6	-2,0	1,6	2,4	6,6	-7,0
Japão	-7,0	-16,2	-26,3	-33,8	18,2	-13,0
Variação de estoques^{3/}						
Estados Unidos	-1,1	0,5	0,7	-1,0	0,0	-1,4
União Européia	0,2	-0,1	0,3	-0,3	0,1	0,2
Japão	0,4	0,0	0,0	0,4	-0,4	0,0
Consumo do Governo						
Estados Unidos	0,9	3,9	3,8	0,8	1,9	3,4
União Européia	4,1	0,8	2,0	1,6	1,2	2,0
Japão	1,2	0,7	0,3	3,4	-1,8	0,3
Exportações bens e serviços						
Estados Unidos	0,6	8,8	23,0	4,4	5,1	13,2
União Européia	2,8	4,5	7,4	2,8	7,4	-1,6
Japão	11,6	7,9	11,0	11,1	14,4	-8,9
Importações de bens e serviços						
Estados Unidos	7,7	-3,7	3,0	-2,3	-0,8	-7,6
União Européia	6,6	2,0	11,2	-1,2	6,6	-2,0
Japão	2,1	5,0	-1,2	3,3	4,8	-10,7
Demanda doméstica^{3/}						
Estados Unidos	1,2	2,9	2,6	-1,0	0,1	0,2
União Européia	4,5	1,2	4,1	0,4	2,0	-0,4
Japão	2,5	-2,3	-1,0	1,0	1,4	-2,5

Fonte: BEA, Cabinet Office, Eurostat

1/ Inclui investimentos com construções residenciais e públicos.

2/ Gastos totais com construções.

3/ Contribuição para o PIB em pontos percentuais.

Após variações trimestrais anualizadas de 2,9% e 2,6% no segundo e no terceiro trimestres de 2007, e a despeito da aceleração do consumo privado, de 0,9% para 1,7% entre o primeiro e o segundo trimestres de 2008, proporcionada por medidas de estímulo fiscal, a demanda interna norte-americana apresentou taxas de variação anualizadas respectivas de -1%, 0,1% e 0,2% no último trimestre de 2007 e nos dois primeiros trimestres de 2008.

Nesse cenário, registrou-se redução de 420 mil postos de trabalho nas empresas do setor não-agrícola entre novembro de 2007 e julho de 2008, enquanto a taxa de desemprego passou de 4,7% para 5,7%, constituindo-se em elemento adicional à restrição do crescimento do consumo privado no primeiro semestre de 2008. Note-se que, como parte relevante da criação de empregos, nos anos anteriores, esteve associada ao *boom* imobiliário (vagas não apenas na indústria de construção, mas também em atividades de serviços e comércio associadas à compra e negociação de moradias), é plausível supor que em certa medida essa elevação da taxa de desemprego teria componentes estruturais, e não exclusivamente cíclicos.

Em paralelo aos efeitos defasados da depreciação do dólar, a perda de dinamismo da demanda interna dos Estados Unidos da América (EUA) contribuiu para as contrações trimestrais anualizadas reais de, respectivamente, 2,3%, 0,8% e 7,6%, observadas nas importações de bens e serviços no último trimestre de 2007 e nos dois primeiros trimestres de 2008.

Essa conjuntura doméstica, entretanto, se desenvolveu em meio a um ambiente internacional compatível com a expansão das exportações norte-americanas para Japão, União Européia, China e outras economias emergentes, em especial aquelas exportadoras de *commodities*.

Nesse contexto, a contribuição da demanda externa para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), recorrentemente negativa até o início de 2007, atingiu 0,9 ponto percentual (p.p.), 0,8 p.p. e 3,1 p.p., respectivamente, no último trimestre de 2007 e nos dois primeiros trimestres de 2008.

Com exposições mais difusas ou, como no Japão, de dimensão reduzida aos problemas financeiros derivados da crise no mercado *subprime*, as economias da União Europeia e do Japão apresentaram, até o primeiro trimestre de 2008, desempenho satisfatório por mais tempo que a economia norte-americana. A demanda interna dessas economias, entretanto, mostrou-se vulnerável às pressões inflacionárias globais derivadas do aumento dos preços das *commodities*.

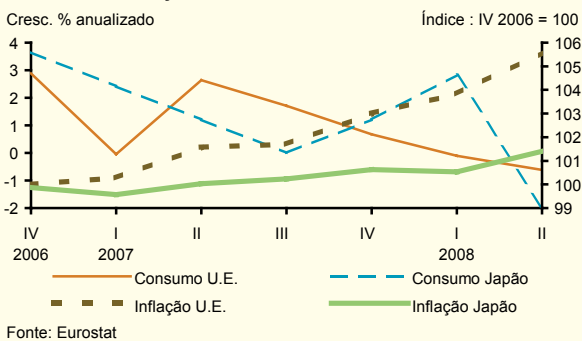
O intenso aumento dos preços aos consumidores e produtores, a partir de outubro de 2007, em paralelo à perda de riqueza derivada da redução dos preços de ativos das famílias, condicionaram um ritmo de expansão menor da renda real e dos gastos de consumo, bem como compressão das margens de lucro das empresas não financeiras, essa principalmente no Japão.

Na União Europeia, após crescimentos trimestrais anualizados de 2,8% e 2,4% no segundo e no terceiro trimestres de 2007, a expansão do consumo desacelerou para 1,2% e 0,8% nos dois trimestres seguintes e contraiu 0,4% no segundo trimestre de 2008.

No Japão, os sinais de desaceleração do consumo privado remontam ao segundo trimestre de 2007. Após crescimentos anualizados de, respectivamente, 3,8% e 2,3% no último trimestre de 2006 e no primeiro trimestre de 2007, o consumo apresentou crescimento médio de 0,8% nos três trimestres subseqüentes e volatilidade expressiva nos dois primeiros trimestres de 2008, expressa em expansão anualizada de 2,8%, no primeiro, e contração de 1,9%, no segundo.

A importância dos fatores restritivos à expansão do consumo privado pode ser dimensionada pelo fato de, na União Europeia, tal evolução haver transcorrido em paralelo a um mercado de trabalho² aquecido e que, desde o final de 2007, favorecia a ocorrência de acordos de reajustes salariais de importantes classes de trabalhadores incorporando os ganhos mais representativos desde 2001.

Gráfico 1 – União Europeia e Japão
Consumo x Inflação



2/ Em janeiro de 2008, a taxa de desemprego da União Europeia alcançou seu ponto mínimo em 25 anos (6,8%).

No Japão, o mercado de trabalho mostrou-se em aquecimento até julho de 2007, passando a apresentar arrefecimento desde então. Em dezembro de 2007, pela primeira vez desde dezembro de 2005, o desemprego superou o nível compatível com o desemprego friccional, quando a oferta de trabalho é igual ou superior ao número de trabalhadores à procura de colocações. Desde então, a taxa de desemprego aumentou de 3,8% para 4,1% em julho de 2008.

Embora na União Européia os investimentos tenham permanecido robustos até o primeiro trimestre de 2008, a exaustão do efeito transitório do clima favorável nos três primeiros meses do ano sobre a expansão do setor de construções e o enfraquecimento dos investimentos empresariais, decorrentes da piora das condições de demanda e lucratividade, determinaram, no segundo trimestre, contração anualizada de 6,2% da formação bruta de capital fixo na região.

A compressão nas margens de lucro derivada da piora dos termos de troca e o aumento das incertezas quanto à evolução da demanda final determinaram que, no Japão, os investimentos não-residenciais perdessem força nos dois primeiros trimestres de 2008, quando apresentaram contrações trimestrais de, respectivamente, 0,2% e 0,9%.

No Japão, os crescimentos trimestrais anualizados do PIB atingiram 1%, 2,4% e 3,2%, respectivamente, nos dois últimos trimestres de 2007 e no primeiro de 2008, enquanto na União Européia as expansões se situaram, na ordem, em 2,4%, 2% e 2,4% nos mesmos períodos. A conjunção dos fatores descritos no parágrafo anterior com o recuo acentuado registrado nas exportações japonesas no primeiro trimestre de 2008 traduziu-se na contração anualizada de 2,4% registrada no PIB do Japão no segundo trimestre do ano, período em que o PIB da União Européia recuou 0,8%. Assinale-se que a demanda interna apresentou, no trimestre, contração anualizada de 2,5% no Japão e de 0,4% na União Européia, enquanto as importações dessas economias apresentaram recuos respectivos de 10,7% e 2%, na mesma base de comparação.

Tabela 2 – Crescimento das exportações dos EUA e China em relação ao ano anterior

	%					
	2007				2008	
	I	II	III	IV	I	II
Estados Unidos						
Total	10,8	10,7	13,5	13,8	17,6	nd
China	17,8	21,0	12,8	21,6	22,2	nd
União Européia	22,3	12,0	15,1	12,1	12,0	nd
Japão	8,9	9,4	0,4	4,8	6,7	nd
Demais países	7,0	9,6	14,2	14,4	20,0	nd
China						
Total	27,8	27,5	26,2	22,2	21,3	22,2
Estados Unidos	20,5	15,6	12,4	10,7	5,4	12,1
União Européia	37,4	34,3	38,6	42,5	24,1	29,6
Japão	11,0	11,1	10,7	12,2	12,2	17,8
Demais países	30,8	33,2	30,1	21,5	28,3	24,0

Fonte: BEA, Bloomberg

Tabela 3 – Interdependência do comércio exterior das quatro maiores economias

Participação nas exportações totais dos países de origem

	%				
	Destino				
	EUA	União Européia	Japão	China	Total
Origem					
EUA	-	21,1	5,3	5,3	31,7
União Européia	21,1	-	3,5	5,8	30,4
Japão	20,1	14,8	-	15,3	50,2
China	19,1	21,3	8,4	-	48,8

Fonte: OMC

Ao tempo em que as autoridades econômicas dos EUA reconhecem que o ritmo da demanda interna do país deva permanecer fraco por algum tempo após a exaustão dos efeitos do pacote de estímulo fiscal, a eventualidade de arrefecimento mais persistente da demanda interna na União Européia e no Japão poderá restringir o crescimento das importações desses países, representando risco adicional ao enfraquecimento das condições de expansão do comércio internacional e do crescimento global.

Esse risco é justificado pela elevada integração comercial entre essas economias, e entre elas e a China, bem como pelo fato de as importações do Japão e, principalmente, da União Européia constituírem importante fonte de suporte à expansão das exportações norte-americanas e das exportações da China – maior economia emergente e com grande influência no condicionamento da evolução da demanda e dos preços das *commodities*³.

Cabe adicionar, em contraposição, que o recuo recente dos preços das *commodities* pode representar, para as economias européia e japonesa, significativos ganhos de renda real, o que impulsionaria a demanda agregada, em movimento inverso àquele observado nos últimos trimestres.

Enquanto, em 2007, as exportações de China, Japão e União Européia direcionadas aos EUA representaram, respectivamente, 19,1%, 20,1% e 21,1% das exportações totais de tais economias, as exportações chinesas para os integrantes desses três grupos representaram 48,8% das suas vendas externas, enquanto, no mesmo tipo de comparação, as exportações japonesas, européias e norte-americanas representaram, na ordem, 50,2%, 30,4% e 31,7%. Juntas, as importações dessas quatro economias equivaleram, no ano, a 25,6% das importações mundiais⁴.

A expansão do comércio mundial exerce função relevante para a sustentação do nível da atividade econômica da China, cujas exportações

3/ Em 2007, por exemplo, a expansão da demanda chinesa por minério de ferro, níquel, cobre, petróleo, alumínio e aço equivaleu a, respectivamente, 71,2%, 94%, 67,9%, 30%, 85,2% e 68,8% do aumento da demanda mundial pelos mesmos produtos. A mesma equivalência alcançou 79,5% para a soja, 35,6% para o trigo e 8,8% (35,6% em 2006) para o milho, esse influenciado pelo aumento da demanda dos Estados Unidos para a produção de biocombustível.

4/ Excluídas as importações entre Estados Unidos, União Européia, Japão e China, bem como as realizadas entre países da União Européia.

equivaleram, em 2007, a 37,4% do PIB, enquanto as vendas externas de Japão, União Européia e EUA representaram 16,3%, 10,1% e 12% dos respectivos produtos. Nesse cenário, o arrefecimento do crescimento nominal em doze meses das exportações chinesas, que passou de 27,5% no segundo trimestre de 2007 para 22,1% no mesmo período de 2008, contribuiu para o menor crescimento anualizado do PIB real da China, que, após atingir o recorde de 12,6% no segundo trimestre de 2007, desacelerou gradualmente até atingir a taxa, ainda robusta, de 10,1% no segundo trimestre de 2008. Ressalte-se que esse movimento esteve associado, igualmente, às ações restritivas das autoridades do país, objetivando conter os riscos inerentes ao superaquecimento da economia e, mais recentemente, à elevação da inflação, contribuindo para arrefecer o crescimento real trimestral da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), de 23,1% no trimestre encerrado em junho de 2007, para 14,3%⁵ naquele finalizado em junho de 2008. Assinale-se que, mesmo em uma conjuntura de aumento da inflação e de queda nos índices do mercado acionário, o crescimento das vendas reais no varejo apresentou aceleração de 12,1% para 14,1% no mesmo período⁶.

Ressalte-se, entretanto, a preocupação das autoridades do país em manter a expansão econômica em nível compatível com a expansão do emprego necessária para absorver o elevado contingente de trabalhadores que anualmente migram das áreas rurais para as urbanas. Com efeito, em contrapartida ao reconhecimento da desaceleração econômica em curso e de sua distribuição setorial, em agosto foram implementadas medidas de relaxamento das restrições à expansão do crédito bancário em favor das pequenas e médias empresas, bem como houve reversão parcial de medidas de redução de incentivos à exportação, em vigor desde 2007, para setores cuja produção apresenta baixo valor agregado.

Tais medidas foram complementadas, recentemente, pelo relaxamento da postura da política monetária.

5/ Variação calculada com base em índice de preços de investimentos em ativos fixos divulgados pelo *National Bureau of Statistics of China* e dados mensais para a variação nominal desses investimentos.

6/ De acordo com a última informação disponível (2006), a formação bruta de capital fixo e o consumo privado correspondem a, aproximadamente, 40% e 36% do PIB chinês.

Eventual desaceleração adicional do crescimento econômico chinês e persistência do nível de atividade econômica mais fraco nas maiores economias desenvolvidas têm o potencial de influenciar o ritmo de crescimento econômico em outras economias, devido ao peso relativo dessas economias no total do comércio mundial ou a acomodações nos preços ou desacelerações no ritmo de expansão da demanda por *commodities* provocado por esse movimento conjunto. A exposição relativamente reduzida da economia brasileira ao comércio exterior limita, ainda que não elimine, tais efeitos.

O reconhecimento do Brasil como ambiente seguro e estável para investimentos segue favorecido pela posição externa fortalecida e pela continuidade da adoção de políticas macroeconômicas responsáveis.

Em 2008, após cinco anos seguidos de superávits, fato inédito na história econômica do país, o Brasil voltou a registrar deficit em suas transações correntes com o exterior. Esse resultado, influenciado pela redução no saldo comercial e pelo aumento nas remessas líquidas de serviços e rendas, principalmente lucros e dividendos, tem sido financiado com os ingressos líquidos na conta financeira do balanço de pagamentos.

Relativamente a esse financiamento, nota-se redução de participação dos instrumentos de dívida externa, em contrapartida à utilização crescente dos investimentos estrangeiros diretos (IED), investimento de perfil mais longo, e em carteira no país. Nessa rubrica, o mercado de capitais tem se ampliado e se transformado em importante instrumento de captação de recursos para as empresas. Observa-se que o volume de ofertas iniciais de ações nos últimos anos está diretamente associado ao ingresso de recursos de estrangeiros, refletindo a percepção positiva das condições econômicas das empresas brasileiras.

O país manteve sua condição de solidez externa nos últimos meses, não obstante a deterioração do cenário internacional. Em agosto, ocorreram ingressos líquidos no mercado cambial, revertendo as saídas líquidas observadas nos dois meses anteriores. O nível das reservas internacionais supera os US\$206 bilhões, possibilitando a evolução favorável dos indicadores de sustentabilidade externa e a elevação das receitas de juros. A dívida externa vem mantendo relativa estabilidade em termos absolutos, e reduzindo sua participação no passivo externo de maneira significativa.

O balanço de pagamentos experimentou resultado global superavitário de US\$23,5 bilhões nos primeiros oito

meses de 2008. Os ingressos líquidos de recursos nas contas capital e financeira somaram US\$47,9 bilhões, dos quais US\$24,6 bilhões relativos a IED, enquanto o déficit em transações correntes totalizou US\$20,6 bilhões.

As alterações registradas nas projeções das contas do setor externo para o ano, em relação ao "Relatório de Inflação" anterior, que se encontram detalhadas em boxe específico, decorreram da incorporação dos resultados ocorridos até agosto, incluindo as compras líquidas efetuadas pelo Banco Central em mercado e a nova posição de endividamento externo, referente a junho.

5.1 Movimento de câmbio

As operações de câmbio geraram superavit de US\$14,4 bilhões nos oito primeiros meses de 2008, ante US\$70,1 bilhões no período correspondente do ano anterior, mantendo-se as condições tanto para a estratégia do Tesouro Nacional de obtenção de recursos em mercado para servir sua dívida externa e de continuidade do programa de recompras de títulos de emissão da República, quanto para as aquisições de divisas pelo Banco Central, em mercado.

A redução de 79,5% registrada no saldo positivo do mercado de câmbio, consistente com o ambiente de maior aversão ao risco por parte dos investidores e do aumento das importações brasileiras, refletiu o recuo de 37,8%, para US\$36,3 bilhões, nos ingressos líquidos no segmento comercial, e a reversão, para saídas líquidas de US\$21,9 bilhões, dos ingressos líquidos de US\$11,8 bilhões registrados no segmento financeiro, nos oito primeiros meses de 2007. O resultado no segmento comercial traduziu aumentos de 4% nas contratações para exportações e de 40,8% nas relativas a importações, enquanto no segmento financeiro ocorreram expansões de 44,1% nas compras e de 63,3% nas vendas de moeda estrangeira.

O superavit cambial acumulado nos primeiros oito meses de 2008 possibilitou compras líquidas do Banco Central de US\$18,1 bilhões, ante US\$67 bilhões no período correspondente em 2007. A diferença entre o saldo do mercado cambial e as aquisições líquidas do Banco Central foi determinada pela redução da posição comprada dos bancos, que atingiu US\$3,8 bilhões ao final de agosto de 2008, ante US\$7,3 bilhões ao final de 2007.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	2007			2008	
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago
Comercial	6,9	58,3	76,7	4,1	36,3
Exportação	17,2	124,4	184,8	16,0	129,4
Importação	10,3	66,1	108,0	11,9	93,1
Financeiro ^{1/}	0,0	11,8	10,7	-2,1	-21,9
Compras	28,5	213,8	348,3	47,2	308,0
Vendas	28,6	202,0	337,6	49,4	329,9
Saldo	6,8	70,1	87,5	1,9	14,4

^{1/} Exclui operações interbancárias e operações externas do Banco Central.

5.2 Comércio de bens

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período	Exportação	Importação	Saldo	US\$ milhões	
				Corrente de comércio	
Jan-ago 2008	130 843	113 923	16 920	244 766	
Jan-ago 2007	102 433	74 971	27 463	177 404	
Var. %	27,7	52,0	-38,4	38,0	

Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

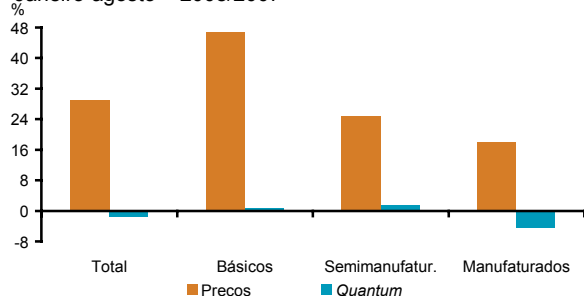
Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	2007	2008	Var. %
Total	606,1	783,5	29,3
Básicos	191,6	290,4	51,6
Industrializados	402,3	472,4	17,4
Semimanufaturados	83,7	107,5	28,5
Manufaturados	318,6	364,9	14,5
Operações especiais	12,2	20,6	68,3

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações – Índices de preços e quantum

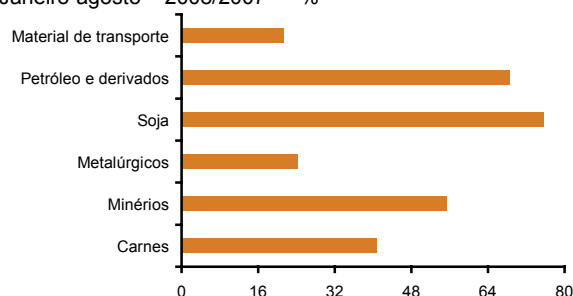
Janeiro-agosto – 2008/2007



Fonte: Funcex

Gráfico 5.2 – Exportações por principais setores

Janeiro-agosto – 2008/2007^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

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

A balança comercial apresentou superavit de US\$2,3 bilhões em agosto, com as exportações totalizando US\$19,7 bilhões; as importações, o recorde mensal de US\$17,5 bilhões; e a corrente de comércio, US\$37,2 bilhões. O superavit comercial acumulado nos oito primeiros meses do ano somou US\$16,9 bilhões, recuando 38,4% em relação ao mesmo período de 2007, reflexo de elevações de 27,7% nas exportações e de 52% nas importações, que totalizaram, na ordem, US\$130,8 bilhões e US\$113,9 bilhões.

As exportações médias diárias, desagregadas por categoria de fator agregado, apresentaram crescimento generalizado nos primeiros oito meses do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior. O valor das vendas diárias de produtos básicos cresceu 51,6%, seguindo-se os relativos a semimanufaturados, 28,5%; e a manufaturados, 14,5%.

A expansão das vendas externas de produtos básicos esteve associada, em especial, aos crescimentos das exportações de soja em grão, 79,2%; petróleo, 75,2%; farelo de soja, 55,8%; carnes de frango, 50,8%; e minério de ferro, 48,7%. Os aumentos nos valores exportados refletiram a evolução dos preços internacionais desses produtos, com destaque para o ajuste, de 65% a 71%, no preço do minério de ferro e para a safra recorde da soja, com colheita encerrada em julho deste ano.

A elevação dos embarques médios de semimanufaturados traduziu, em parte, os aumentos assinalados nas exportações de ferro-ligas, 88,7%; produtos semimanufaturados de ferro e aço, 79,4%, e de ferro fundido, 68,1%; e celulose, 37%; enquanto as vendas de manufaturados refletiram o dinamismo das exportações de óleos combustíveis, 58,5%; álcool etílico, 44,7%; aviões, 44,2%; tratores, 35,2%; motores e geradores elétricos, 34,2%; e gasolina, 25,4%. Em sentido inverso, assinalem-se, dentre os principais itens dessa categoria, as reduções nos valores exportados de açúcar refinado, 15,7%; laminados planos, 27,3%; e polímeros 14,7%.

A evolução das exportações nos oito primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período de 2007, foi determinada, fundamentalmente, pelo comportamento dos preços, que, influenciados diretamente pelo aumento dos preços internacionais das *commodities*, cresceram 28,8% no período, segundo a Fundação Centro de Estudos do Comércio

Exterior (Funcex), enquanto a quantidade exportada recuou 1,4%, na mesma base de comparação.

Os preços dos produtos básicos elevaram-se 46,6% no período, seguindo-se os relativos a semimanufaturados, 24,7%; e a manufaturados, 17,8%, enquanto o *quantum* exportado nessas categorias apresentou, na ordem, aumentos de 0,6% e de 1,4%, e recuo de 4,3%, na mesma base de comparação.

A análise das exportações acumuladas no ano, por segmentos de produtos, revelou expansão generalizada em relação ao mesmo período de 2007, excetuando-se as reduções nas vendas de madeira, 6,9%, e de açúcar, 2,1%. Os seis setores mais representativos na pauta exportadora responderam, em conjunto, por 62,5% das vendas externas no período, com ênfase para as expansões nos embarques relacionados ao segmento soja, 75,7%; petróleo e derivados, 68,6%; minérios, 55,4%; e carnes, 40,7%.

As importações registraram valores recordes em todas as categorias de uso, no período de janeiro a agosto, evolução consistente com a expansão do nível da atividade econômica. O valor médio diário das compras externas cresceu 53,8%, em relação a igual período de 2007, impulsionadas pelo aumento de 85,3% nas aquisições de combustíveis e lubrificantes, assinalando-se que as importações de petróleo responderam por aproximadamente metade das compras dessa categoria de uso.

As importações de bens de consumo duráveis registraram a segunda maior expansão no período, 64,8%, impulsionadas pelas compras de automóveis, que cresceram 105%, enquanto o valor médio diário das aquisições de bens de capital expandiram 51,6%, refletindo aumentos nas compras de maquinaria industrial, 61,2%; máquinas e aparelhos de escritório e serviço científico, 40,4%; partes e peças para bens de capital para a indústria, 40,3%; e acessórios de maquinaria industrial, 40,3%.

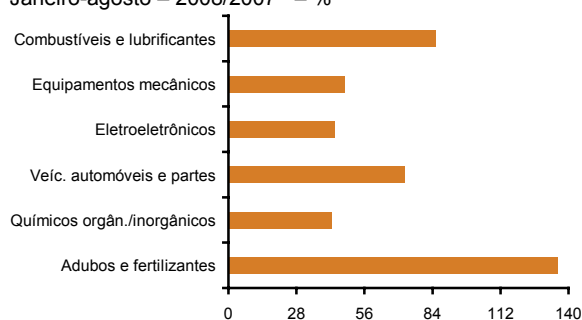
As importações médias diárias de matérias-primas e produtos intermediários, categoria que respondeu por 47,9% do total importado nos oito primeiros meses do ano, foram estimuladas pela expansão das compras de produtos químicos e farmacêuticos, 38,7%; produtos minerais, 33,1%, dentre os quais se destacam as importações de fertilizantes, insumo cuja produção nacional é insuficiente para garantir a demanda do setor agrícola; acessórios de equipamentos de transporte, 44,6%; e produtos intermediários – partes e peças, 35,1%. Os bens de consumo não duráveis apresentaram crescimento

Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB
Média diária – Janeiro-agosto

Discriminação	US\$ milhões		
	2007	2008	Var. %
Total	443,6	682,2	53,8
Bens de capital	92,7	140,6	51,6
Matérias-primas	222,8	327,1	46,8
Naftas	7,7	8,6	11,9
Bens de consumo	58,1	84,8	46,1
Duráveis	28,9	47,7	64,8
Automóveis de passageiros	9,8	20,2	105,3
Não duráveis	29,1	37,1	27,4
Combustíveis e lubrificantes	70,0	129,8	85,3
Petróleo	41,3	59,2	43,3

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.3 – Importações por principais setores
Janeiro-agosto – 2008/2007^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

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

de 27,4%, o menor dinamismo entre as categorias de uso. No período, houve crescimento do valor médio importado de produtos farmacêuticos, 18,5%; produtos alimentícios, 41,9%; e têxteis, 37,7%.

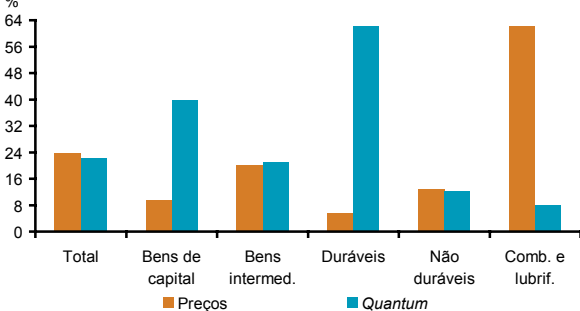
A análise do desempenho setorial das importações nos primeiros oito meses do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior, evidencia o crescimento generalizado das aquisições dos principais setores importadores. Consideradas as médias diárias dos seis principais setores, que responderam por 64,5% do total importado, destacaram-se as expansões de adubos e fertilizantes, 135,8%; combustíveis e lubrificantes, 85,3%; veículos automóveis e partes, 72,7%; equipamentos mecânicos, 47,8%; eletroeletrônicos, 43,8%; e químicos orgânicos e inorgânicos, 42,5%.

De acordo com a Funcex, o desempenho das importações no ano refletiu expansões de 22,4% na quantidade importada e de 23,8% nos preços. A evolução das importações de bens de consumo duráveis e de bens de capital estiveram associadas, fundamentalmente, às elevações respectivas de 62,4% e 39,8% no *quantum*, ante aumentos, na mesma ordem, de 5,6% e 9,5% nos preços, contrastando com a relevância do crescimento de 62,2% nos preços dos combustíveis e lubrificantes para o desempenho das importações dessa categoria de uso, em que o *quantum* importado se elevou 8% no período. Adicionalmente, as compras de bens de consumo não duráveis e de matérias-primas e produtos intermediários refletiram expansões respectivas de 12,3% e 21,2% no *quantum* importado e de 12,8% e 20,1% nos preços.

Esse desempenho dos preços das importações, menos dinâmico que o das vendas externas do país, tem possibilitado aumentos continuados no índice de termos de troca do comércio exterior brasileiro, que, consolidando aumentos observados nos últimos cinco anos, atingiu 111,3 em agosto, maior valor desde setembro de 1997. Em agosto, o indicador variou 9,7% em relação ao mesmo período de 2007, acumulando expansão de 3,9% nos primeiros sete meses do ano, em relação a igual período de 2007.

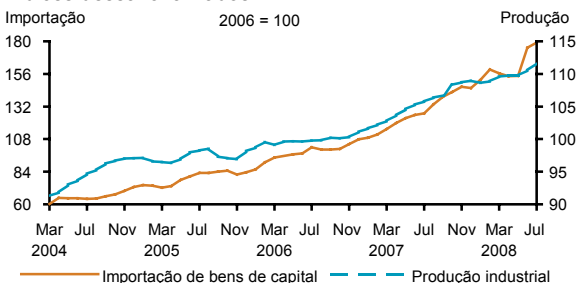
A significativa expansão registrada tanto pelas importações quanto pelas exportações brasileiras nos oito primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período de 2007, resultou em elevação do comércio bilateral com todos os parceiros do país, com ênfase nos fluxos com a China, que, em patamar superior aos relativos à Argentina, consolidaram aquele país como o segundo principal parceiro comercial do Brasil, após os EUA. Assinale-se que, traduzindo o maior

Gráfico 5.4 – Importações – Índices de preços e quantum – Janeiro-agosto – 2008/2007



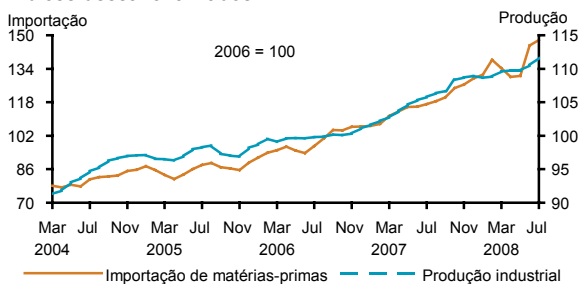
Fonte: Funcex

Gráfico 5.5 – Importação de bens de capital x produção industrial – Média móvel de 3 meses Índices dessazonalizados



Fonte: Funcex e IBGE

Gráfico 5.6 – Importação de matérias-primas x produção industrial – Média móvel de 3 meses Índices dessazonalizados



Fonte: Funcex e IBGE

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-agosto

Descri- minação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2007	2008	Var. %	2007	2008	Var. %	2007	2008
Total	606	783	29,3	444	682	53,8	163	101
Aladi	136	170	25,4	76	107	40,8	60	63
Mercosul	64	89	37,8	43	58	34,6	22	31
Argentina	53	72	34,9	39	51	31,6	15	21
Demais	11	17	51,8	4	7	61,2	7	10
Demais	71	81	14,2	33	50	48,7	38	32
EUA ^{1/}	97	110	13,8	72	99	38,2	25	11
UE	149	187	25,8	101	143	41,8	48	44
Europa Oriental	16	23	47,7	10	22	123,3	6	1
Ásia	98	150	53,4	110	182	65,5	-13	-33
China	43	71	67,7	45	77	70,9	-2	-5
Outros	55	78	42,3	65	106	61,7	-10	-27
Demais	112	143	28,3	75	128	71,5	37	15

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

dinamismo das importações, o superavit das transações comerciais do país com os principais blocos e regiões, excetuando-se a elevação de 44,3% registrada em relação ao Mercosul, recuou no período.

Nos oito primeiros meses do ano, os principais mercados de destino das exportações brasileiras se constituíram na União Européia (UE), que absorveu 23,9% do total exportado pelo país, e na Associação Latino-Americana de Integração (Aladi), 21,7%. As vendas direcionadas aos EUA elevaram-se 13,8% em relação ao mesmo período de 2007, desempenho mais modesto entre os principais parceiros do país, passando a representar 14,1% do total das exportações brasileiras, patamar 1,9 p.p. inferior ao registrado no mesmo período de 2007. As exportações destinadas à China cresceram 67,7% no período, contribuindo para que as vendas externas para o continente asiático crescessem 53,4%, enquanto as direcionadas à Europa Oriental, UE e Aladi expandiram, na ordem, 47,7%, 25,8% e 25,4%.

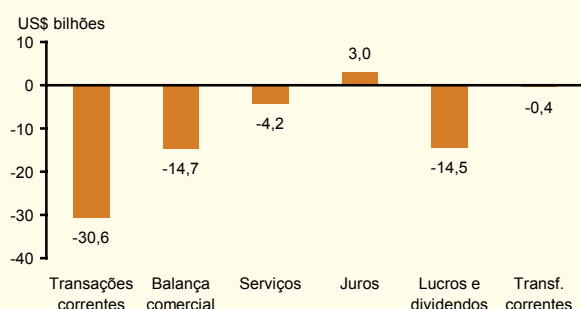
A segmentação das importações por países e regiões revela que 26,7% das importações brasileiras realizadas nos oito primeiros meses do ano originaram-se da Ásia, seguindo-se as participações da UE, 20,9%; Aladi, 15,7%; e EUA, 14,5%. As compras à Ásia elevaram-se 65,5% em relação ao mesmo período de 2007, impulsionadas pelo aumento de 70,9% nas importações originárias da China, que representaram 11,2% das importações brasileiras no ano. As compras externas procedentes da Aladi cresceram 40,8%, evidenciando aumentos nas importações ao Mercado Comum do Sul (Mercosul), 34,6%, e aos demais países-membros do bloco, 61,2%, enquanto as aquisições provenientes da UE e dos EUA registraram expansões respectivas de 41,8% e 38,2%. Assinale-se que as importações originárias dos países da Europa Oriental, atestando os impactos positivos da estratégia oficial de diversificar as operações de comércio exterior em mercados não-tradicionais, elevaram-se 123,3%, resultado mais expressivo registrado no ano.

5.3 Serviços e renda

O deficit em transações correntes, acumulado em doze meses, atingiu US\$21,9 bilhões em agosto, 1,45% do PIB, ante superavit de US\$8,7 bilhões, 0,71% do PIB, no período correspondente de 2007. Essa reversão refletiu a redução do saldo comercial e a aceleração do deficit nas contas de serviços e rendas, no período.

Remessas de Lucros e Dividendos

Gráfico 1 – Variação do saldo em transações correntes acumulado em 12 meses (Set/2007 a Ago/2008)-(Set/2006 a Ago/2007)



A conta de transações correntes apresentou deficit de US\$21,9 bilhões no período de doze meses encerrado em agosto de 2008, ante superavit de US\$8,7 bilhões no período correspondente do ano anterior. A redução de US\$30,6 bilhões registrada no período esteve associada tanto à redução de US\$14,7 bilhões observada no saldo comercial quanto à expansão de US\$14,5 bilhões nas remessas de lucros e dividendos.

As remessas líquidas de lucros e dividendos apresentaram aceleração nos anos recentes, acumulando US\$7,3 bilhões em 2004; US\$12,7 bilhões em 2005; US\$16,4 bilhões em 2006; US\$22,4 bilhões em 2007; e US\$33,2 bilhões nos doze meses terminados em agosto de 2008. Assinale-se que em 2006, pela primeira vez nos últimos cinquenta anos, as remessas líquidas de juros foram superadas pelas relativas a lucros e dividendos, que se tornaram as mais representativas na conta de transações correntes. Nesse ambiente, o objetivo deste box consiste em analisar a nova estrutura da conta de rendas, os determinantes do processo de expansão das remessas de lucros e dividendos e suas perspectivas.

A trajetória crescente das remessas brutas de lucros e dividendos de investimento estrangeiro direto (IED) vem refletindo a evolução tanto do estoque de IED, na modalidade participação no capital, quanto da taxa de retorno desse capital. Os fluxos líquidos de IED-participação no capital têm registrado valores significativos nos últimos anos. Em 2000, registrou-se ingresso líquido de US\$30 bilhões, incluídos US\$7,1 bilhões de receitas de privatização. Após média anual de US\$15,7 bilhões de 2001 a 2006, em 2007 foram observados ingressos líquidos de US\$26,1 bilhões. Adicionalmente, a taxa

de câmbio nominal apresentou apreciação de 48,9% de 2002 a 2007, elevando o valor de empresas no Brasil quando mensurado em dólares. Dessa forma, o estoque de IED-participação no capital, estimado para 2007, atingiu US\$281,2 bilhões, elevando-se 34,3% no ano e passando a representar 29,9% do passivo externo total do país.

Gráfico 2 – Estoque IED participação no capital x remessas brutas de lucros e dividendos de IED nos 12 meses posteriores

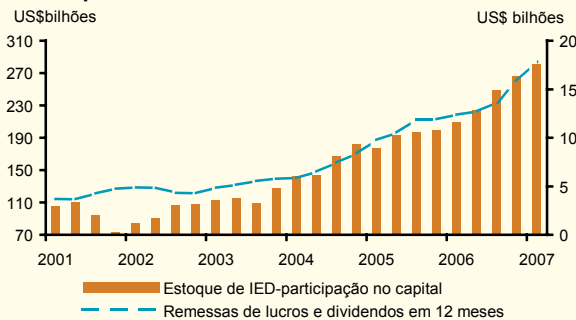


Gráfico 3 – Receita de IRPJ x remessas brutas de lucros e dividendos de IED

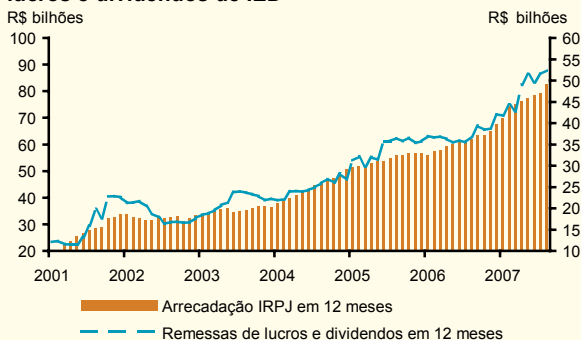
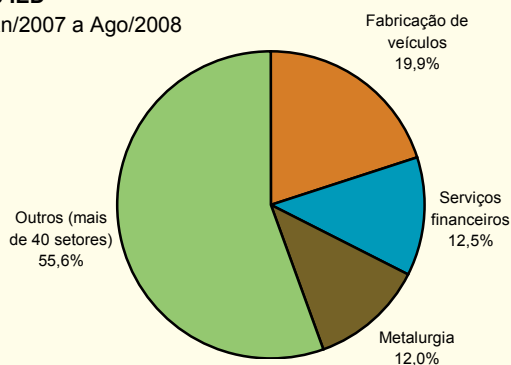


Gráfico 4 – Remessas brutas de lucros e dividendos de IED

Jan/2007 a Ago/2008



No Gráfico 2, encontra-se evidenciada a estreita relação entre os estoques de IED-participação no capital e os fluxos brutos de lucros e dividendos de IED remetidos ao exterior nos doze meses seguintes. À aceleração do estoque de IED, notadamente em 2006 e em 2007, correspondeu semelhante elevação dos lucros e dividendos remetidos.

A taxa de remuneração do estoque de IED-participação no capital depende da lucratividade das empresas receptoras do investimento, estando, portanto, correlacionada ao nível de atividade doméstico. Nesse sentido, o comportamento dos lucros e dividendos difere da remuneração da dívida externa, na qual os juros são definidos a partir de uma taxa pré-acordada, contratual, e não guardam relação com os ciclos econômicos internos. A lucratividade das empresas que operam no Brasil pode ter como *proxy* a receita de Imposto de Renda Pessoa Jurídica, que também registrou expressiva elevação no período recente. O Gráfico 3 demonstra o desempenho das duas variáveis. A expressão das remessas brutas de lucros e dividendos de IED em reais captura o efeito da apreciação da taxa de câmbio, que estimula o envio de recursos, dado que uma mesma quantidade de reais passa a significar maior quantidade de moeda estrangeira.

A segmentação, por setores de atividade econômica, dos ingressos líquidos de IED-participação no capital e das remessas brutas de lucros e dividendos de IED revela a ocorrência de intensa associação entre tais variáveis. Nesse sentido, enquanto, de janeiro de 2007 a agosto de 2008, do total dos ingressos brutos registrados sob a forma de IED-participação, 14% destinaram-se ao setor metalurgia, seguindo-se extração de minerais metálicos, 14%, e serviços financeiros, 13%, as despesas brutas de lucros e dividendos de IED se concentraram, no mesmo período, nos setores fabricação de veículos, 20%, serviços financeiros, 13%, e metalurgia, 12%. À exceção

do setor de fabricação de veículos, nos quais as matrizes de montadoras importantes vêm apresentando significativos prejuízos no exterior, os principais setores remetentes de rendas de IED são justamente aqueles que têm recebido ingressos mais representativos. Em relação ao setor financeiro, ressalte-se, além dos ingressos recentes, os impactos da turbulência internacional sobre a rentabilidade das matrizes no exterior.

A análise na margem revela que as remessas brutas de lucros e dividendos de IED elevaram-se 72,4% nos primeiros oito meses de 2008, ante o mesmo período do ano anterior, atingindo US\$18 bilhões, dos quais US\$8,8 bilhões concentrados nos setores fabricação de veículos, serviços financeiros e metalurgia, com aumentos respectivos de 180,9%, 139,8% e 109,4% no período.

As remessas brutas de lucros e dividendos relativas a investimentos em carteira acumuladas em doze meses atingiram US\$8,6 bilhões em agosto – recorde para períodos de doze meses, ante US\$4,8 bilhões em agosto de 2007, resultado associado ao desempenho dos papéis brasileiros negociados em bolsa de valores, com destaque para os *American Depositary Receipts* (ADRs) listados em Nova Iorque. Admitindo que o desempenho das ações e o lucro obtido pelas empresas refletem-se no pagamento de dividendos com alguma defasagem, a expansão nos fluxos remetidos esteve consistente com os aumentos, assinalados em 2007, no Ibovespa, 43,7%, e no estoque de ADRs expresso em moeda estrangeira, 82,7%.

O desempenho das remessas de lucros e dividendos reflete a nova composição do passivo externo brasileiro, na qual a dívida externa reduz sua participação relativa na comparação com os investimentos estrangeiros, direto e em carteira. Como consequência do novo perfil de estoques, as saídas líquidas na conta de rendas do balanço de pagamentos passaram a ser explicadas, em maior parte, por remessas de lucros e dividendos, tanto de investimentos diretos quanto em carteira, com declínio da parcela referente às despesas de juros.

Embora tenha ocorrido, nos anos recentes, aceleração das remessas líquidas de lucros e dividendos, essa trajetória apresenta, nos últimos

meses, sinais de desaceleração. Nesse sentido, ocorreram saídas de US\$1,9 bilhão em agosto, ante médias mensais de US\$3 bilhões nos oito primeiros meses do ano, e de US\$2,8 bilhões no período de doze meses finalizado em agosto.

A perspectiva de desaceleração nas taxas de expansão das remessas líquidas de lucros e dividendos, e de sua manutenção no patamar de US\$30 bilhões, em 2008, ampara-se, adicionalmente, no desempenho recente de indicadores relevantes. Considerando-se as perspectivas imediatas, cabe notar que, por um lado, permanecem favoráveis as perspectivas para os ingressos líquidos de IED, devendo atingir o nível recorde de US\$35 bilhões em 2008 e US\$33 bilhões em 2009. Por outro lado, a ação de política monetária e a desaceleração em curso na economia mundial, que terão impacto na atividade econômica doméstica, deverão reduzir os lucros a serem remetidos ao exterior, os quais deverão sofrer impacto adicional, como desdobramento do processo recente de depreciação do real, ao reduzir o equivalente em moeda estrangeira dos lucros apurados domesticamente.

Adicionalmente, a remessa de lucros e dividendos para o exterior não está relacionada exclusivamente ao resultado apurado pela empresa no período imediatamente anterior, na medida em que é facultado à empresa remeter, no presente, lucros obtidos em vários exercícios. A crise originada no mercado imobiliário americano prejudicou o desempenho de importantes empresas do setor financeiro com forte presença no país. De modo semelhante, grandes montadoras internacionais atravessam dificuldades correntes. Acrescentando o fato de que empresas dos setores financeiros e automotivos têm apresentado bons resultados na economia brasileira, pode-se esperar que haja incentivos a remeter os lucros obtidos no país. Essa hipótese contribui para a explicação da aceleração das remessas de lucros e dividendos em 2007 e no primeiro semestre de 2008 e, também, para a desaceleração das remessas para o restante do ano e o seguinte.

Considerados esses fatores, é razoável inferir que a desaceleração das remessas de lucros e dividendos verificada em agosto se mantenha por um período mais prolongado, estabilizando o nível dessas remessas no patamar atual.

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões						
	2007			2008			2009
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	1,0	0,7	-1,9	-1,1	-20,6	-28,8	-33,1
Balança comercial	3,2	25,2	36,4	2,3	16,9	25,0	17,0
Exportações	14,7	100,1	157,1	19,7	130,8	198,0	217,0
Importações	11,6	75,0	120,6	17,5	113,9	173,0	200,0
Serviços	-1,0	-8,3	-13,1	-1,4	-11,2	-17,8	-18,1
Transportes	-0,3	-2,8	-4,2	-0,4	-3,8	-6,0	-6,8
Viagens internacionais	-0,3	-1,7	-3,3	-0,5	-4,0	-6,2	-6,0
Computação e inform.	-0,2	-1,4	-2,1	-0,2	-1,8	-2,6	-2,7
Aluguel equipamentos	-0,5	-3,7	-5,8	-0,6	-4,2	-6,4	-6,8
Demais	0,2	1,4	2,3	0,4	2,6	3,4	4,2
Rendas	-1,5	-18,8	-29,3	-2,3	-28,8	-39,8	-36,1
Juros	-0,2	-5,8	-7,3	-0,4	-5,0	-7,3	-6,7
Lucros e dividendos	-1,4	-13,3	-22,4	-1,9	-24,1	-33,0	-30,0
Salários e ordenados	0,0	0,3	0,4	0,0	0,3	0,5	0,6
Transferências correntes	0,4	2,7	4,0	0,3	2,5	3,8	4,0

1/ Projeção.

O movimento registrado na análise em doze meses se repete, quando considerados os oito primeiros meses do ano, período em que as transações correntes apresentaram déficit de US\$20,6 bilhões, ante superavit de US\$3 bilhões em igual período do ano anterior. Esse resultado traduziu a redução de 38,4% observada no superavit da balança comercial e os aumentos respectivos de 35,6% e 52,9% assinalados nas remessas líquidas de serviços e de rendas, que somaram, na ordem, US\$11,2 bilhões e US\$28,8 bilhões nos primeiros oito meses de 2008. A conta de rendas vem apresentando novo perfil, com aceleração das remessas líquidas de lucros e dividendos e redução das despesas líquidas de juros.

As receitas relativas a viagens internacionais atingiram US\$3,9 bilhões e as despesas, US\$7,9 bilhões, com crescimentos respectivos de 18,4% e 57,5% em relação a igual período de 2007. As despesas líquidas totalizaram US\$4 bilhões no período, ante US\$1,7 bilhão nos oito primeiros meses do ano anterior, evolução consistente com as trajetórias da renda disponível e da apreciação nominal da taxa de câmbio. Considerados doze meses encerrados em agosto, a conta apresentou saídas líquidas de US\$5,5 bilhões, 137,8% superiores às registradas no período correspondente de 2007, registrando-se crescimentos de 18,5% nas receitas e de 58,1% nas despesas, que atingiram, na ordem, os valores recordes de US\$5,6 bilhões e de US\$11,1 bilhões, para períodos de doze meses.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$24,1 bilhões nos oito primeiros meses do ano, elevando-se 81% em relação ao período correspondente de 2007, com ênfase para o crescimento de, respectivamente, 72,4% e 73,6% nas despesas brutas relacionadas a investimentos estrangeiros diretos e a investimentos em carteira. Em doze meses encerrados em agosto, as remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$33,2 bilhões, com as saídas brutas referentes a IED somando US\$25,5 bilhões, impulsionadas pelas remessas dos setores veículos automotores e serviços financeiros, que atingiram US\$4,1 bilhões e US\$2,5 bilhões, respectivamente. Esses segmentos, cujas matrizes foram diretamente afetadas por períodos de baixa rentabilidade no exterior ou pelas turbulências no mercado financeiro internacional, responderam, em conjunto, por 37,6% da remessa total de lucros e dividendos do IED nos oito primeiros meses de 2008.

As despesas líquidas com juros, consistentes com a redução do passivo externo, recuaram 13,9% nos oito meses encerrados em agosto, totalizando US\$5 bilhões. As receitas brutas com juros aumentaram 20,7% em relação ao

período correspondente de 2007, evolução compatível com a ampliação de ativos brasileiros no exterior, especialmente no que se refere ao crescimento das reservas internacionais, cuja remuneração cresceu 29,4% no período, atingindo US\$4,9 bilhões.

As transferências unilaterais líquidas somaram US\$2,5 bilhões nos oito primeiros meses do ano, recuando 7% em relação ao período equivalente de 2007. Considerados doze meses encerrados em agosto, esses ingressos líquidos reduziram-se em 10,3%.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões						
	2007			2008			2009
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Conta financeira	3,4	73,2	88,2	2,6	47,2	58,0	40,6
Investimentos diretos	3,7	31,8	27,5	1,2	12,2	20,0	21,0
Brasileiros no exterior	1,8	5,4	-7,1	-3,4	-12,4	-15,0	-12,0
Estrangeiros no país	2,0	26,4	34,6	4,6	24,6	35,0	33,0
Participação	1,1	19,3	26,1	4,3	17,7	26,9	27,5
Intercompanhias	0,9	7,2	8,5	0,3	6,9	8,1	5,5
Investimentos em carteira	1,5	33,2	48,4	1,0	18,9	19,1	9,5
Ativos	-0,1	-0,2	0,3	0,2	0,7	-0,5	-1,1
Passivos	1,6	33,4	48,1	0,7	18,2	19,6	10,6
Derivativos	-0,1	-0,5	-0,7	0,0	-0,4	0,0	0,0
Outros investimentos	-1,7	8,7	13,0	0,4	16,6	18,9	10,1
Ativos	-2,7	-22,3	-18,6	-2,2	-2,6	-4,5	3,4
Passivos	0,9	31,0	31,5	2,6	19,1	23,4	6,7

1/ Projeção.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões						
	2007			2008			2009
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	2 384	19 055	24 336	876	10 144	14	13
Bônus púb.	0	2 883	2 883	0	525	1	0
Tít. privados	909	12 300	15 434	467	5 652	10	8
Emp. diretos	1 476	3 871	6 018	410	3 967	4	5
Empréstimos de c. prazo (líq.) ^{2/}	-1 326	18 495	13 768	570	2 099	2	0
Tít. de curto prazo (líq.)	353	3 495	3 651	1 022	571	0	0
Portfólio (líq.)	1 165	26 583	45 095	-321	15 406	24	15
Taxas de rolagem para o setor privado ^{3/}							
Total:	356%	109%	109%	144%	169%	100%	100%
Títulos priv.	449%	299%	186%	110%	148%	100%	100%
Emp. Diretos	314%	36%	52%	223%	214%	100%	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.

5.4 Conta financeira

A conta financeira do balanço de pagamentos foi superavitária em US\$2,6 bilhões em agosto, acumulando saldo de US\$47,2 bilhões no ano. Os investimentos brasileiros diretos no exterior, evidenciando o processo de internacionalização das empresas brasileiras, apresentaram saídas líquidas de US\$12,4 bilhões nos primeiros oito meses de 2008, dos quais US\$9,4 bilhões referentes à participação no capital e US\$3 bilhões à concessão líquida de empréstimos intercompanhia.

Os ingressos líquidos de IED somaram US\$24,6 bilhões nos primeiros oito meses do ano, registrando-se ingressos líquidos em participação no capital de US\$17,7 bilhões e empréstimos intercompanhias de US\$6,9 bilhões. Os ingressos líquidos de IED acumulados em doze meses somaram US\$32,7 bilhões em agosto, equivalendo a 2,17% do PIB.

Os investimentos estrangeiros em portfólio foram superavitários em US\$747 milhões em agosto, totalizando ingressos líquidos de US\$18,2 bilhões nos oito primeiros meses do ano, dos quais saídas líquidas de US\$255 milhões relativas a ações de companhias brasileiras negociadas no país que, após registrarem ingressos líquidos de março a maio, passaram a apresentar saídas líquidas a partir de junho. As receitas líquidas relativas ao segmento de títulos de renda fixa negociados no país somaram US\$15,7 bilhões, ressaltando-se que esses fluxos sofreram redução acentuada a partir de abril, atribuída às alterações nas normas que regulam os investimentos em portfólio.

Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no exterior apresentaram amortizações líquidas de US\$494 milhões nos oito primeiros meses de 2008. Incluindo o programa de recompras do Tesouro

Nacional, os bônus de médio e longo prazos totalizaram amortizações líquidas de US\$2,7 bilhões, dos quais US\$2,9 bilhões relativos ao valor de face dos títulos e US\$254 milhões ao ágio dessas operações. Registrou-se, adicionalmente, desembolso de US\$525 milhões referentes à reabertura do Global 17, em maio.

Os desembolsos líquidos relacionados aos títulos privados de médio e longo prazos atingiram US\$30 milhões em agosto, acumulando US\$1,6 bilhão nos oito primeiros meses do ano, período em que os títulos de curto prazo apresentaram ingressos líquidos de US\$571 milhões.

Os outros investimentos brasileiros registraram saídas líquidas de US\$2,2 bilhões em agosto, acumulando elevação de haveres no exterior de US\$2,6 bilhões, no ano, resultado de constituição de depósitos dos demais setores no exterior de US\$6,2 bilhões e de redução de US\$5,4 bilhões nos depósitos de bancos brasileiros no exterior.

Os outros investimentos estrangeiros apresentaram ingressos líquidos de US\$2,6 bilhões em agosto, acumulando ingressos líquidos de US\$19,1 bilhões no ano. Desagregando esse resultado, o crédito comercial de curto prazo respondeu por amortizações líquidas de US\$248 milhões no mês e ingressos líquidos de US\$6,2 bilhões nos oito primeiros meses do ano, ressaltando-se as contratações de câmbio de exportações. Os empréstimos de médio e longo prazos somaram desembolsos líquidos de US\$2,2 bilhões em agosto e de US\$10,2 bilhões no ano, enquanto os empréstimos de curto prazo registraram ingressos líquidos de US\$570 milhões e de US\$2,1 bilhões nos respectivos períodos.

As reservas internacionais totalizaram US\$205,1 bilhões em agosto, elevando-se US\$24,8 bilhões em relação a dezembro de 2007. Ressaltem-se, no período, tanto as compras de US\$18,1 bilhões do Banco Central no mercado à vista de câmbio, quanto, entre as operações externas, os desembolsos de US\$525 milhões em bônus da República e de US\$150 milhões provenientes do Bird, além das amortizações de US\$2,9 bilhões de bônus soberanos, incluindo-se US\$869 milhões referentes às operações de recompra de títulos da dívida externa, por parte do Tesouro Nacional. A receita líquida de juros atingiu US\$1,3 bilhão, resultante de despesas brutas de US\$3,6 bilhões com juros de bônus e de receitas de US\$4,9 bilhões com a remuneração das reservas. As liquidações de compras do Tesouro Nacional somaram US\$6,5 bilhões, enquanto as demais operações perfizeram receita de US\$1,1 bilhão.

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2007		2008		2009
	Jan-Ago	Ano	Jan-Ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	85,8	85,8	180,3	180,3	208,0
Compras líquidas do Bacen	67,0	78,6	18,1	18,1	-
Serviço da dívida (líquido)	-7,4	-7,8	-1,6	0,5	2,3
Juros	-0,1	1,5	1,3	3,4	4,2
Receita	3,8	6,3	4,9	7,8	8,5
Despesa	-3,9	-4,9	-3,6	-4,4	-4,3
Amortização	-7,4	-9,3	-2,9	-3,0	-1,9
Desembolsos	2,9	2,9	0,7	0,7	-
Organismos multilaterais	-	-	0,2	0,2	-
Bônus da República	2,9	2,9	0,5	0,5	-
Demais ^{2/}	1,7	6,9	1,1	1,1	-
Compras do Tesouro Nacional	11,2	14,0	6,5	7,3	6,2
Variação de haveres	75,3	94,5	24,8	27,6	8,5
Posição de reservas brutas	161,1	180,3	205,1	208,0	216,5

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.

Ao final de 2008, estima-se estoque das reservas internacionais de US\$208 bilhões, com crescimento anual de US\$27,6 bilhões. Incluindo-se o ocorrido nos oito primeiros meses do ano, estão previstos ingressos com o serviço da dívida externa, US\$0,5 bilhão; desembolsos provenientes de organismos, US\$0,2 bilhão; e desembolsos de bônus soberanos, US\$0,5 bilhão. Estimam-se, ainda, liquidações de compras de US\$18,1 bilhões do Banco Central e de US\$7,3 bilhões do Tesouro Nacional, no mercado doméstico de câmbio.

Para 2009, é estimado estoque de reservas internacionais de US\$216,5 bilhões, representando crescimento de US\$8,5 bilhões em relação à projeção para 2008. Estão previstos ingressos líquidos de US\$2,3 bilhões, compreendendo US\$8,5 bilhões relativos à remuneração das reservas e o pagamento líquido do serviço da dívida de responsabilidade do Tesouro Nacional, de US\$6,2 bilhões, aí incluídos US\$4,3 bilhões de juros e US\$1,9 bilhão de principal. Cabe mencionar que a projeção contempla compras do Tesouro Nacional em mercado para o pagamento do serviço da dívida de sua responsabilidade.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Tomando-se como parâmetro a posição estimada para a dívida externa em agosto de 2008 e evidenciando tanto os crescimentos das exportações, do PIB e das reservas internacionais, quanto as reduções no serviço da dívida externa e da dívida externa total líquida, a maior parte dos indicadores de sustentabilidade externa apresentou trajetória positiva, comparativamente a dezembro de 2007.

No período, o serviço da dívida externa diminuiu US\$13 bilhões, enquanto as exportações cresceram US\$28,4 bilhões, reduzindo a participação do serviço da dívida no total exportado de 32,4% para 20,6%, o menor valor da série desde 1970.

A dívida externa total cresceu US\$18,8 bilhões no ano, enquanto a dívida externa total líquida evoluiu sua posição credora de -US\$11,9 bilhões para -US\$16,6 bilhões. Adicionalmente, o PIB em dólares aumentou 14,9%, ou US\$196 bilhões. Nesse cenário, a relação dívida total/PIB passou de 14,7%, em dezembro de 2007, para 14%, em agosto de 2008, e a relação dívida externa total líquida/PIB recuou de -0,9% para -1,1%, melhor resultado da série, iniciada em 1970.

O coeficiente dívida total sobre exportações reduziu-se de 1,2 para 1,1, enquanto a relação dívida total líquida/exportações permaneceu em -0,1%, resultados mais favoráveis já observados. As reservas internacionais elevaram-se US\$24,8 bilhões no ano, até agosto, contribuindo para que o indicador reservas internacionais/dívida externa total se elevasse de 93,3% para 96,8%.

5.6 Conclusão

As perspectivas de desaceleração do crescimento da economia mundial e de redução dos preços internacionais das *commodities* constituem-se em determinantes relevantes para a evolução das contas externas do país. Essas projeções consideram a manutenção das condições adequadas ao financiamento do balanço de pagamentos, favorecidas pelo patamar das reservas internacionais, que reduz, significativamente, os riscos relativos ao atendimento do serviço da dívida externa.

O déficit em transações correntes projetado para o ano, o primeiro desde 2002, deve ser relativizado, tendo em vista não apenas seu impacto reduzido sobre a sustentabilidade das contas externas – o processo de financiamento desse resultado deverá ocorrer, basicamente, a partir de passivos como IED –, mas, sobretudo, o impacto favorável que deverá exercer sobre o desempenho da atividade doméstica, atuando como elemento de contenção das pressões inflacionárias, ampliação da capacidade produtiva e, assim, de sustentação do ciclo de crescimento da economia do país.

A expressiva acumulação de reservas, que evidencia o fortalecimento da posição financeira do país, segue reduzindo a exposição do país a riscos associados a choques de origem externa. Nesse contexto, é razoável concluir que, mantida a consistência das políticas macroeconômicas, mesmo em ambiente externo volátil, a economia brasileira não deve enfrentar maiores sobressaltos no balanço de pagamentos.

Projeções para o Balanço de Pagamentos

Este boxe atualiza as projeções para o balanço de pagamentos para ano corrente e divulga as primeiras previsões para 2009. As projeções anteriores para 2008 foram revisadas em função dos resultados observados até agosto; do novo estoque de dívida externa, relativo a junho, com impactos para as amortizações e para os pagamentos de juros previstos; e do cenário prospectivo para os próximos períodos.

A projeção para o deficit em transações correntes em 2008 foi ampliada de US\$21 bilhões para US\$28,8 bilhões, equivalente a 1,8% do PIB. Nos doze meses acumulados até agosto, o deficit corrente atingiu US\$21,9 bilhões, -1,45% do PIB, o que representa trajetória compatível com a nova projeção divulgada neste Relatório de Inflação. As principais contas que apresentaram modificação na projeção foram lucros e dividendos, juros e viagens internacionais, cujos deficits foram ampliados em US\$4 bilhões, US\$2,4 bilhões e US\$1,2 bilhão, respectivamente.

O superavit da balança comercial previsto para 2008 permaneceu em US\$25 bilhões. As projeções para as exportações e para as importações, no entanto, foram elevadas em relação ao Relatório de Inflação anterior, dada a sustentação do maior dinamismo dos fluxos comerciais observados até meados de setembro. As exportações acumulam US\$140,5 bilhões no ano, até a segunda semana de setembro, o que representa expansão de 29,5% em relação a igual período do ano anterior, enquanto as importações atingiram US\$122 bilhões, elevando-se 53,5% no período. Para 2008, o total das exportações foi revisado para US\$198 bilhões, representando expansão de 23,3% em relação a 2007, enquanto as importações estão projetadas em US\$173 bilhões, com crescimento de 43,4% em relação ao ano anterior.

As despesas líquidas de serviços foram aumentadas de US\$16,3 bilhões, no "Relatório de Inflação" de junho, para US\$17,8 bilhões. A principal modificação ocorreu nas projeções relativas a despesas líquidas com viagens internacionais, elevadas de US\$5 bilhões para US\$6,2 bilhões. No ano, até agosto, essas despesas líquidas acumularam US\$4 bilhões, com elevação de 131,6% em comparação aos primeiros oito meses de 2007, evidenciando o aumento das despesas de brasileiros no exterior, estimulado pelo aumento da renda e pelo patamar da taxa de câmbio nominal.

O déficit na conta de rendas foi ampliado em US\$6,2 bilhões nessa projeção, para US\$39,8 bilhões. As saídas líquidas da conta de juros foram ampliadas de US\$4,9 bilhões para US\$7,3 bilhões. As remessas líquidas de lucros e dividendos atingiram US\$33,2 bilhões nos doze meses encerrados em agosto. Conforme detalhado em boxe específico (Boxe – Remessas de Lucros e Dividendos, página 81), a projeção atual traz implícita a estabilidade desse fluxo em doze meses para o restante do ano. Assim, a previsão de déficit foi elevada em US\$4 bilhões, para US\$33 bilhões.

A projeção de receitas líquidas de transferências unilaterais correntes para 2008 foi mantida em US\$3,8 bilhões.

Os investimentos brasileiros diretos no exterior, líquidos dos retornos, atingiram US\$12,4 bilhões até agosto. Em função das modificações no cenário internacional, o valor projetado para o ano foi reduzido para US\$15 bilhões. A previsão de ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos foi mantida no patamar recorde de US\$35 bilhões.

O esquema de amortização da dívida externa de médio e longo prazos, derivado do estoque da dívida em junho, apresentou redução em relação ao anterior, situando-se em US\$25,7 bilhões. A redução ocorreu tanto em papéis (*bônus, notes e commercial papers*), US\$2,7 bilhões, para US\$14,4 bilhões, quanto em empréstimos diretos, US\$2,2 bilhões, para US\$9,4 bilhões. Os pagamentos previstos a fornecedores foram reduzidos para US\$1,8 bilhão.

Tabela 1 – Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões						
	2007			2008			2009
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Usos	-0,4	-24,8	-36,6	-2,3	-34,2	-54,5	-61,1
Transações correntes	1,3	2,9	1,5	-1,1	-20,6	-28,8	-33,1
Amortizações de MLP ^{2/}	-1,7	-27,8	-38,1	-1,2	-13,5	-25,7	-28,0
Papéis	-0,9	-13,4	-20,6	-0,4	-7,2	-14,4	-12,3
Pagas	-0,9	-12,9	-19,9	-0,4	-7,2	-14,4	-12,3
Refinanciadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Conversões em IED	0,0	-0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Créd. de fornecedores	-0,1	-1,0	-1,5	-0,1	-1,2	-1,8	-3,8
Empréstimos diretos ^{3/}	-0,7	-13,4	-16,1	-0,6	-5,1	-9,4	-11,9
Fontes	0,4	24,8	36,6	2,3	34,2	54,5	61,1
Conta capital	0,1	0,5	0,8	0,1	0,6	0,9	1,0
Inv. estrangeiros diretos	2,0	26,4	34,6	4,6	24,6	35,0	33,0
Papéis domésticos ^{4/}	0,8	23,3	39,8	-0,3	16,7	22,0	15,0
Desembolsos de MLP ^{5/}	4,3	24,3	36,0	3,5	23,2	33,2	30,3
Papéis	0,9	15,2	18,3	0,5	6,2	10,1	7,9
Créd. de fornecedores	0,3	0,9	1,6	0,2	1,7	3,7	4,6
Empréstimos ^{6/}	3,1	8,2	16,1	2,8	15,3	19,4	17,8
Ativ. brasil. no exterior	-1,0	-17,1	-25,4	-5,3	-14,3	-20,0	-9,7
Demais ^{7/}	-1,9	40,6	38,4	1,6	6,8	9,8	0,0
Ativos de reservas	-3,9	-73,2	-87,5	-1,9	-23,5	-26,4	-8,5

1/ Projeção.

2/ Registra amortizações de crédito de fornecedores de médio e longo prazos, empréstimos de médio e longo prazos e papéis de médio e longo prazos colocados no exterior deduzidos de refinanciamentos e descontos. Exclui amortizações de empréstimos do FMI e intercompanhias.

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

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

5/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

6/ Inclui organismos, agências e créditos de compradores.

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

As taxas de rolagem do endividamento externo do setor privado de médio e longo prazos foram mantidas em 100%, o que implica perspectiva de declínio das captações no exterior em relação ao ocorrido no ano, até agosto, 169%, em função das turbulências observadas nos mercados financeiros internacionais e dos aumentos nos custos de captação de recursos.

Esses desenvolvimentos no mercado financeiro internacional também geraram impactos nas projeções de desembolsos líquidos de investimentos estrangeiros em *portfólio* no país. No acumulado do ano, até agosto, esses ingressos líquidos somaram US\$15,4 bilhões, ante US\$26,6 bilhões em igual período de 2007. A cobrança do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) na aplicação de investidores estrangeiros em títulos de renda fixa no país reduziu, inicialmente, os ingressos líquidos nesse instrumento, que atingiram US\$212 milhões em abril, ante US\$4,1 bilhões em março. No início do segundo semestre, verificou-se recuperação, com os investimentos em títulos de renda fixa no país superando US\$4 bilhões em julho. Em relação aos ingressos líquidos em ações, observaram-se saídas líquidas de capitais estrangeiros da Bovespa no trimestre junho-agosto. Em função desse cenário, a projeção de ingressos líquidos para essa rubrica foi reduzida de US\$25 bilhões para US\$22 bilhões.

Nesse cenário, os haveres dos bancos comerciais no exterior deverão reduzir-se em US\$2,8 bilhões e os ativos de reservas, apresentar ampliação de US\$26,4 bilhões. O estoque de reservas internacionais deverá crescer US\$27,6 bilhões, alcançando US\$208 bilhões ao final de 2008.

A projeção para o deficit das contas correntes em 2009 totaliza US\$33,1 bilhões, equivalentes a 1,9% do PIB. O superavit comercial está estimado em US\$17 bilhões, US\$8 bilhões abaixo do previsto para 2008, resultando de elevações de 9,6% nas exportações e de 15,6% nas importações, fluxos que deverão totalizar, na ordem, US\$217 bilhões e US\$200 bilhões. A conta de serviços deverá proporcionar remessas líquidas de US\$18,1 bilhões, apresentando estabilidade em relação a 2008.

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões						
	2007			2008			2009
	Ago	Jan- Ago	Ano	Ago	Jan- Ago	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	0,7	0,0	-4,6	-1,7	-25,5	-36,7	-41,6
Capitais (líquido)	2,3	75,9	93,9	2,8	38,1	52,0	34,2
Investimento Estrangeiro							
Direto	2,0	26,4	34,6	4,6	24,6	35,0	33,0
Em carteira	0,8	23,3	39,8	-0,3	16,7	22,0	15,0
Empréstimos de médio e longo prazos	1,1	-8,2	-9,9	1,5	3,4	-2,4	-2,9
Crédito comercial de curto, médio e longo prazos	0,0	38,0	35,8	1,1	13,9	20,7	5,2
Bancos	-0,1	20,4	18,6	1,2	7,2	8,9	4,3
Demais	0,1	17,5	17,2	-0,1	6,8	11,8	0,8
Investimentos brasileiros no exterior	-1,0	-9,0	-14,7	-5,3	-19,7	-22,8	-17,1
Demais	-0,6	5,4	8,3	1,3	-0,7	-0,6	1,0
Hiato financeiro	3,0	75,2	89,3	1,1	12,6	15,3	-7,4
Compras líquidas do Banco Central	-3,1	-67,0	-78,6	-1,2	-18,1	-18,1	0,0
Depósitos de bancos	0,0	-8,2	-10,7	0,1	5,4	2,8	7,4

1/ Projeção.

Adicionalmente, o déficit da conta de rendas deverá recuar US\$3,7 bilhões, para US\$36,1 bilhões. Os pagamentos líquidos de juros estão previstos em US\$6,7 bilhões, redução de US\$600 milhões em relação a 2008, destacando-se a receita de US\$8,5 bilhões relativa à remuneração das reservas internacionais. Os lucros e dividendos deverão manter-se no patamar de US\$30 bilhões, embora com redução de 9,1% nas saídas líquidas, enquanto as receitas líquidas com salários e ordenados estão projetadas em US\$600 milhões.

Finalmente, as receitas com transferências unilaterais correntes deverão situar-se em US\$4 bilhões no próximo ano.

Os ingressos líquidos de IED para 2009 estão projetados em US\$33 bilhões, ligeiramente abaixo do patamar recorde esperado para 2008. Com a continuidade do processo de internacionalização das empresas brasileiras, os investimentos brasileiros diretos no exterior deverão situar-se em US\$12 bilhões. Os investimentos em ações e papéis domésticos deverão ser menos significativos que nos últimos anos, alcançando superavit de US\$15 bilhões.

As amortizações de médio e longo prazos em 2009 deverão atingir US\$28 bilhões, ligeiramente acima das previstas para 2008. A taxa de rolagem está projetada em 100%, mesmo patamar observado em 2007 e previsto para o corrente ano. Da mesma maneira que nos anos anteriores, em 2009, considera-se que o pagamento do serviço da dívida em bônus do Tesouro Nacional será feito por meio de aquisições em mercado, estimadas em US\$6,1 bilhões.

Nesse cenário, o setor bancário deverá atuar como fornecedor de divisas para o setor privado não financeiro, reduzindo seus haveres no exterior em US\$7,4 bilhões. Para ativos de reservas, por sua vez, prevê-se expansão de US\$8,5 bilhões. Dessa maneira, as reservas internacionais deverão atingir, ao final de 2009, o nível recorde de US\$216,5 bilhões.

Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em junho de 2008, assim como a análise das perspectivas para a inflação até o terceiro trimestre de 2010 e para o crescimento do PIB até o final de 2008. Cabe notar que, a partir do “Relatório de Inflação” de março, o Copom começou a divulgar sistematicamente projeções de inflação para o período de dois anos, contados a partir do mês seguinte ao da publicação do Relatório, um procedimento similar ao que era adotado nos Relatórios divulgados em dezembro. Dessa forma, os Relatórios divulgados em março, junho e setembro – que antes contemplavam projeções de inflação somente para o ano corrente e para o próximo – agora contêm projeções para o intervalo de oito trimestres à frente. 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 13,75% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 9 e 10 de setembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$1,80/US\$. O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa Selic e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pela Gerin do Banco Central do Brasil junto a analistas do setor privado. Deve-se observar que as previsões aqui divulgadas utilizam o conjunto de informações disponível até a data de corte de 12 de setembro de 2008. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não constituem e nem 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 na supracitada data de corte. 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

A inflação medida pelo IPCA atingiu 4,48% no acumulado do ano até agosto, ante 2,80% registrado no mesmo período de 2007. A taxa em doze meses passou a situar-se acima do centro da meta em janeiro, e vinha crescendo monotonicamente até julho. Em agosto, pela primeira vez em 2008, essa taxa recuou. De fato, a inflação em doze meses até agosto situou-se em 6,17%, ante 6,37% em julho (e 4,18% em agosto de 2007). Essa dinâmica altista – iniciada no primeiro semestre de 2007 – deve-se, em grande parte, ao descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e o da oferta, em contexto de pressões – observadas em escala global – nos preços de *commodities* agrícolas, carne, leite e derivados, que começaram a subir com maior intensidade no ano passado, e que, a despeito do arrefecimento registrado nas últimas semanas, ainda se encontram em patamares historicamente elevados. Por trás desses aumentos, encontram-se fatores estruturais, como a maior demanda por parte de grandes países asiáticos – China e Índia – e o deslocamento da produção de algumas culturas – como o milho – em favor da produção de biocombustíveis.

Além dos aspectos acima, fatores transitórios, como condições climáticas adversas, também pressionaram o preço dos alimentos, bem como restrições tarifárias e não-tarifárias impostas ao comércio de produtos específicos por diversos países nos últimos meses. Principalmente no primeiro semestre, aliaram-se aos fatores acima o aumento mais intenso do preço do petróleo – cuja cotação caiu significativamente desde o último Relatório, embora ainda permaneça em níveis bastante superiores aos preços médios observados nos anos anteriores – e os reajustes elevados nos preços de algumas *commodities* não-agrícolas, como o minério de ferro – embora as *commodities* metálicas também tenham apresentado redução em suas cotações desde o último Relatório. Outra diferença importante na dinâmica recente da inflação advém do comportamento dos preços administrados, que, em 2007, pela primeira vez desde a implantação do Regime de Metas para a Inflação, em 1999, registraram variação inferior à dos preços livres,

fato que, provavelmente, se repetirá em 2008, mas não no ano seguinte. De fato, enquanto, no acumulado do ano, até agosto, os preços livres subiram 5,40%, os bens administrados e monitorados por contrato aumentaram 2,37%. Por outro lado, com o forte aumento registrado pelos índices gerais de preços e com o encerramento do ciclo de revisões tarifárias no setor de energia elétrica, antecipa-se maior pressão advinda dos preços administrados nos próximos trimestres. O comportamento dos preços de itens não-comercializáveis sugere que pressões de demanda continuam tendo impacto relevante sobre a dinâmica inflacionária. Assim, no conjunto dos preços livres, os dos bens não-comercializáveis aumentaram 8,41% em doze meses, até agosto, e a variação no preço dos bens comercializáveis, embora mais suave (6,82%), também se situou acima do teto do intervalo de tolerância em torno do centro da meta.

O PIB a preços de mercado cresceu 6,1% no segundo trimestre de 2008 em relação ao mesmo trimestre do ano passado e, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, 1,6% em relação ao primeiro trimestre. Sob a ótica da produção, o destaque foi o crescimento do setor agropecuário, cuja expansão atingiu 7,1% na comparação com igual período do ano anterior, ao passo que o setor industrial e o de serviços cresceram 5,7% e 5,5%, respectivamente. Quanto à demanda, o destaque foi o crescimento da formação bruta de capital fixo, que se expandiu 16,2% ante o mesmo trimestre do ano anterior – maior expansão desde o terceiro trimestre de 1995 –, seguida pelo consumo das famílias e do governo, que cresceram 6,7% e 5,3%, respectivamente. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a exemplo do que vem ocorrendo desde o primeiro trimestre de 2006, o crescimento foi ditado exclusivamente pelo mercado interno. De fato, a demanda doméstica contribuiu com 8,6 p.p. na expansão de 6,1% do PIB no segundo trimestre, enquanto o setor externo contribuiu com -2,5 p.p. O Copom considera que, mesmo com a deterioração das perspectivas de crescimento da economia global desde a publicação do último Relatório, o dinamismo da demanda doméstica deverá continuar, com alguma moderação, ao longo dos próximos trimestres, sendo favorecido pelos diversos fatores de sustentação que ainda atuam sobre a atividade econômica, como a expansão do crédito, do emprego e das transferências governamentais. E, levando-se em conta o estreitamento do mercado de fatores observado nos últimos trimestres, o Comitê avalia que o ritmo de expansão da demanda doméstica continua sendo fator predominante no balanço de riscos para a dinâmica inflacionária.

Em um momento no qual o crescimento global arrefece com intensidade maior que a esperada meses atrás, e em que as perspectivas de expansão da economia mundial continuam se deteriorando, o dinamismo do consumo privado vem contribuindo de forma importante para a sustentabilidade da demanda doméstica. De fato, no primeiro semestre de 2008, o consumo das famílias aumentou 6,7% em relação ao mesmo período do ano passado. Esse desempenho robusto também pode ser visto, e antecipado, por intermédio dos dados referentes ao comércio varejista. O comércio varejista ampliado registrou aumento de 1% em julho de 2008, comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, após altas de 1,3% em junho, 1,1% em maio, 1,5% em abril e 1,3% em março. Como consequência, a média do trimestre encerrado em julho registrou alta de 3,8% relativamente ao trimestre encerrado em abril. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, observou-se crescimento de 16,5%, acumulando 14,6% no ano e 14,2% em doze meses. No acumulado do ano, observou-se alta em todos os segmentos pesquisados, com destaque para as elevações em equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 29,2%; veículos, motos, partes e peças, 22,9%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 21,5%; e móveis e eletrodomésticos, 18,6%. O segmento que registrou o menor crescimento no período (5,8%) foi o de hiper, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo.

O crescimento da atividade econômica vem produzindo melhoras consistentes no mercado de trabalho. Em julho, de acordo com a PME, a população ocupada aumentou 4,0% em comparação ao mesmo mês do ano passado, e 3,6% em doze meses. O rendimento médio nominal da população ocupada teve elevação de 10,5% em julho, na comparação interanual, a maior desde dezembro de 2005, liderada pelo incremento dos salários no setor público. Por sua vez, o rendimento médio real habitualmente recebido elevou-se em 3,0% em relação a julho de 2007, implicando aumento da massa salarial real de 7,2% na mesma base de comparação e de 5,9% em doze meses. O nível de emprego na indústria de transformação registrou, em julho, crescimento de 4,4% em relação ao mesmo mês de 2007, segundo dados da CNI. Com relação ao emprego formal celetista, dados divulgados pelo MTE indicam que o seu crescimento se intensificou em 2008, com a criação de 1,8 milhão de vagas até agosto, número superior ao total de vagas criadas ao longo de 2007, quando se registrou o maior saldo anual da série histórica do Caged. Em termos percentuais, a expansão do emprego formal em 2008 até agosto foi liderada pela construção civil (17,7%), seguida por comércio (6,7%), indústria de transformação (6,2%)

e serviços (5,9%). Os desenvolvimentos favoráveis no mercado de trabalho fortalecem a percepção, externada pelo Copom em Relatórios anteriores, de que a massa salarial continuará sendo um dos pilares de sustentação da demanda agregada. Note-se, também, que o desempenho favorável do mercado de trabalho tem contribuído para manter os índices de confiança do consumidor em patamares elevados.

A disponibilidade de crédito para as famílias, favorecida pela estabilidade macroeconômica e por avanços institucionais, a despeito da elevação dos custos de captação das instituições financeiras, tem sido outro importante elemento de propulsão do consumo privado. Em doze meses até julho, o crédito do sistema financeiro (com recursos livres) às pessoas físicas cresceu 30,7%, com destaque para a expansão das operações de arrendamento mercantil (141,7%). É importante destacar, ainda, que essa expansão do crédito tem sido acompanhada tanto por alongamento dos prazos médios como por relativa estabilidade da inadimplência. No que se refere ao cenário prospectivo, a expectativa de analistas de mercado e de representantes do setor bancário é de que o crédito continuará a se expandir em 2008, principalmente em alguns segmentos como o crédito imobiliário, embora com alguma moderação na margem, em função dos efeitos defasados do ajuste da política monetária e, também, de certa repercussão do aperto das condições financeiras em escala global.

Por sua vez, o investimento tem se apresentado como o componente mais dinâmico da demanda doméstica. Depois dos aumentos de 10,0% em 2006 e de 13,4% em 2007, a FBCF aumentou, em termos reais, 15,7% no primeiro semestre de 2008, ante igual período do ano anterior. Como parcela do PIB, a FBCF passou de 17,5% no segundo trimestre de 2007 para 18,7% no segundo trimestre de 2008, o maior valor para o período desde o início da série, em 2000. O dinamismo do investimento reflete o aquecimento da atividade em ambiente de estabilidade econômica, a elevação da lucratividade das empresas, a redução do custo das importações e a melhora das condições de financiamento.

De fato, há evidências de que a expansão do crédito estaria ajudando a sustentar a expansão dos investimentos. O crédito com recursos livres às pessoas jurídicas cresceu 41,0% em doze meses até julho, 19,1% somente neste ano. Já os desembolsos de empréstimos e financiamentos com recursos do Sistema BNDES cresceram 42,8% até julho de 2008 em relação ao mesmo período do ano anterior. Além disso, no mercado de capitais, o volume de ofertas públicas de ações (R\$31,7 bilhões até agosto), bem como a

colocação de debêntures (R\$5,7 bilhões até agosto, exclusive as emissões realizadas por empresas de arrendamento mercantil), contribuiu para financiar o investimento em praticamente todos os setores. Por sua vez, o fortalecimento do real também vinha favorecendo de forma importante o crescimento do investimento, uma vez que reduzia os custos de bens de capital importados. Em outra vertente, o aprofundamento do processo de implementação do PAC deve expandir os investimentos públicos em infra-estrutura. Em resumo, mesmo no contexto de uma desaceleração da economia mundial maior do que se antecipava, neste e no próximo ano, e da maior volatilidade que vem caracterizando os mercados globais desde meados de 2007, a combinação de lucratividade e confiança elevadas, associada a condições de financiamento favoráveis, deve contribuir para a continuidade do desempenho benigno, ainda que não isento da volatilidade que caracteriza a série de investimento.

Segundo o IBGE, o consumo do governo cresceu 5,3% no segundo trimestre de 2008, em relação ao mesmo período de 2007, desenvolvimento esse que foi acompanhado por forte incremento das receitas públicas. Apesar de não mais contar com a arrecadação proveniente da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), as receitas do Governo Central cresceram 17,7% até julho, em relação ao mesmo período do ano anterior. Por sua vez, a arrecadação do ICMS, principal tributo estadual, cresceu 18,9% até junho em relação ao mesmo período do ano passado. Diante do quadro de vinculações orçamentárias vigente no país e das diretrizes das políticas públicas, é de se esperar que o crescimento do consumo do governo se mantenha robusto nos próximos trimestres.

No que concerne ao setor externo, após ter registrado superavit de US\$40 bilhões em 2007, a balança comercial registrou saldo de US\$16,9 bilhões nos primeiros oito meses de 2008, valor 38,4% inferior àquele observado em igual período do ano passado. O saldo comercial adveio de exportações de US\$130,8 bilhões e importações de US\$113,9 bilhões. Apesar da perda relativa de dinamismo das exportações, é importante notar que os resultados do início do ano foram afetados negativamente por fatores pontuais como a greve dos auditores da Receita Federal, o atraso na colheita de grãos e o locaute de produtores rurais na Argentina. De fato, apesar da relevante redução do saldo comercial em relação ao ano passado, essa diferença vem caindo por cinco meses consecutivos. Parte dessa recuperação relativa também reflete vultosos reajustes que incidiram sobre produtos de destaque na pauta exportadora, por exemplo o minério de ferro.

Com relação ao *quantum* exportado, após o crescimento verificado de 5,5% em 2007 (ante 3,3% no ano anterior), observou-se recuo de 0,7% nos primeiros sete meses do ano, a primeira contração nessa base de comparação desde 2003, em parte repercutindo os efeitos da desaceleração da demanda externa e o redirecionamento de parte da produção anteriormente destinada ao exterior para o mercado interno. Por outro lado, após ter se expandido 22,0% em 2007 (ante 16,0% em 2006), o *quantum* importado registrou crescimento de 23,0% nos primeiros sete meses do ano. É importante destacar que o recuo no *quantum* exportado foi parcialmente compensado pelo aumento nos preços de exportação, que, mesmo após variação de 12,6% em 2006 e de 10,6% em 2007, cresceram significativos 27,2% nos primeiros sete meses de 2008. Por outro lado, os preços de importação, que subiram 8,1% em 2007 (ante 7,0% em 2006), também se elevaram fortemente nesse período (23,5%). Dessa forma, apesar de as evidências apontarem para redução relevante do saldo comercial em 2008, o Copom não vislumbra reversão abrupta na balança comercial no curto prazo.

É importante observar que o elevado crescimento do *quantum* importado reflete, em boa parte, o expressivo aumento das aquisições externas de bens de capital que, após crescerem 32,1% em 2007, a maior taxa desde 1998, ainda aceleram na margem. De fato, o crescimento nos primeiros sete meses do ano atingiu 38,9%. Em parte repercutindo esses desenvolvimentos, a contribuição das exportações líquidas para o crescimento da demanda agregada foi negativa em 2,5 p.p. no segundo trimestre de 2008, assim como tem ocorrido nos últimos anos (-1,4 p.p. em 2006 e em 2007). A evolução das exportações líquidas em parte deve-se aos efeitos da aceleração da atividade econômica interna *vis-à-vis* a situação de nossos parceiros comerciais. O Copom avalia que as exportações líquidas se tornaram menos efetivas como instrumento auxiliar na manutenção da estabilidade de preços. O comportamento recente de preços de ativos brasileiros, inclusive a taxa de câmbio, corrobora essa avaliação. No que se refere às transações correntes, o Comitê trabalha com hipótese de déficit em 2008. De fato, nos últimos doze meses, o déficit atingiu US\$19,5 bilhões, o que equivale a 1,4% do PIB, ao mesmo tempo em que o fluxo líquido de investimentos estrangeiros diretos totalizou o equivalente a US\$30,1 bilhões, o que corresponde a 2,2% do PIB.

O cenário externo apresentou mudanças relevantes desde o último Relatório. Após mais de um ano desde sua eclosão, a crise do *subprime*, que atingiu não apenas o

mercado imobiliário, mas também o mercado financeiro e o crédito dos EUA, além de provocar desdobramentos sobre os sistemas financeiros de outros países – em especial das principais economias européias –, continua longe de uma solução e os indícios são de que terá repercussões severas sobre a economia global. Os prejuízos declarados até o momento por instituições financeiras atingem cifras vultosas, e novas perdas significativas são esperadas. Após um período em que a crise aparentemente dava sinais de que havia chegado a um ponto de inflexão, é plausível supor que as perspectivas para a economia global se deterioraram ainda mais desde a publicação do último Relatório. A Europa, cujo setor real parecia, em um primeiro momento, apresentar certa resistência aos desenvolvimentos adversos no sistema financeiro, parece estar sofrendo os efeitos cumulativos da deterioração dos termos de troca, da contração das condições financeiras, da maior aversão ao risco e das perspectivas mais pessimistas para o crescimento mundial em 2008 e 2009. De fato, sinais de forte desaceleração econômica, que podem eventualmente culminar em recessão, emergiram nas economias alemã, inglesa e espanhola, desde o último Relatório. Dessa forma, o Banco Central Europeu, que havia elevado a taxa de juros dentro de um contexto de menor tolerância com a inflação, interrompeu o movimento contracionista e passou a observar com maior atenção a desaceleração econômica.

De fato, apesar de a crise do *subprime* ter se originado nos EUA, até o momento há sinais de que a economia européia estaria sendo mais duramente afetada do que a própria economia americana. Note-se que a economia dos EUA apresentou crescimento não desprezível no primeiro semestre, após ter crescido em 2007. Não obstante, os efeitos expansionistas do pacote fiscal implementado no início do ano parecem ter se exaurido, e a expectativa de recessão em futuro próximo ganha força. Os indícios mais fortes parecem vir do mercado de trabalho, que reflete de maneira clara o menor nível de atividade econômica, com forte aumento da taxa de desemprego, piorando ainda mais a confiança do consumidor e contribuindo de forma importante para deprimir o dispêndio. Além disso, o Japão, que não parecia ter sido seriamente afetado pela crise financeira – em especial pelo intenso comércio com os demais países da região –, apresentou forte retração econômica no segundo trimestre.

Note-se que, no caso dos EUA e, de forma ainda mais importante, da Europa e do Japão, a piora dos termos de troca ocasionada pela elevação de preços de *commodities* teve efeitos contracionistas sobre a renda disponível, a lucratividade das empresas e a confiança de famílias e

empresários. Sendo assim, o movimento de redução dos preços de produtos primários deve contribuir para amenizar a tendência ao desaquecimento nessas regiões.

Por outro lado, as repercussões da crise sobre as economias emergentes ainda parecem limitadas. É forçoso notar, entretanto, o surgimento de alguns sinais, ainda que incipientes, de desaceleração na China. Não está claro, entretanto, se eles advêm de fatores pontuais, associados, por exemplo, a eventos climáticos ou às Olimpíadas, ou se realmente antecipam uma tendência. Por sua vez, a queda recente do preço das *commodities* pode contribuir de maneira importante para mitigar o dilema de política econômica enfrentado por vários bancos centrais, especialmente em países que são importadores de matérias-primas, onde inflação e atividade econômica têm andando em sentidos opostos. Nesse sentido, é importante mencionar que matérias-primas não negociadas em bolsa, como o minério de ferro, continuam com seus preços bastante pressionados, sugerindo que as quedas recentes nos preços das *commodities* talvez tenham sido exageradas pelo movimento de fechamento de posições por parte de investidores financeiros, portanto superestimando o quadro de desaceleração.

Como consequência do cenário acima, as perspectivas de crescimento da economia mundial pioraram desde o último Relatório, assim como o balanço de riscos, que passou a apresentar, com maior clareza, viés negativo para a atividade. O cenário dominante parece apontar para uma recuperação mais consistente apenas a partir de 2009 ou mesmo 2010. Por outro lado, a queda nos preços das *commodities*, em especial do petróleo, parece indicar que a inflação mundial – ainda que continue bastante elevada – já teria atingido seu ápice.

Em relação à oferta agregada, os três setores da economia apresentaram desempenho bastante robusto no segundo trimestre de 2008. O nível de atividade do setor industrial avançou 5,7% (6,9% em 2007) com relação ao mesmo período de 2007. O setor de serviços também apresentou sólido crescimento, com expansão de 5,5%, em comparação a igual período do ano anterior (4,5% em 2007). O melhor desempenho ficou com o setor agropecuário, que cresceu 7,1%, recuperando-se do fraco desempenho observado no trimestre anterior (3,0%) e mostrando forte aceleração frente ao crescimento observado em igual período de 2007 (1,1%). Note-se que o fraco resultado da agropecuária, no primeiro trimestre, refletiu fatores pontuais adversos, como a postergação da colheita de algumas culturas importantes. Dessa forma, o desempenho no segundo trimestre apenas

retoma tendência de forte crescimento iniciada no terceiro trimestre do ano passado. De fato, a expansão nesse setor nos dois últimos trimestres de 2007, nessa base de comparação, foi bastante significativa (9,7% e 8,6%, respectivamente).

Após elevação de expressivos 6,0% em 2007 – a maior taxa dos últimos três anos e a segunda maior após 2001 –, a produção industrial acelerou-se e apresentou expansão de 6,6% nos primeiros sete meses de 2008. Nesse período, a indústria de transformação expandiu 6,5%, enquanto a indústria extrativa mineral avançou 6,8%. Dessa forma, após ter crescido a taxa inferior à da indústria de transformação em 2007 – dinâmica pouco usual ao longo dos anos –, a indústria extrativa mineral voltou a crescer a taxas mais altas que as da indústria de transformação. Os dados já divulgados, referentes aos últimos meses, apontam para a continuidade do ciclo de crescimento industrial, ainda que em ritmo condicionado por eventuais limitações à expansão da oferta e pelos efeitos das ações de política monetária.

Enquanto, pela ótica da oferta, o PIB cresceu 6,1% no segundo trimestre, ante o mesmo trimestre do ano passado, sob a ótica da demanda – excluída a variação de estoque – o crescimento atingiu 5,6%. A propósito, considerando-se apenas a indústria de transformação, os dados da Sondagem Conjuntural da FGV de agosto mostram que, a partir de outubro do ano passado, o indicador de estoques permaneceu por quatro meses consecutivos acima de 100 – patamar acima do qual o número de empresas que avaliam que os estoques são insuficientes supera o das que avaliam que são excessivos –, mas voltou a flutuar em torno de 100 desde fevereiro, o que sugere que os estoques têm se mantido por volta dos níveis planejados pelas empresas consultadas. Por outro lado, para a CNI, ao final de junho, os estoques de bens finais se encontravam em nível superior ao registrado no mesmo período de 2007. Além disso, a diferença entre o estoque efetivo e o planejado, que havia se posicionado abaixo de 50 no último trimestre de 2007 – nível que indica demanda efetiva superior à antecipada –, voltou a situar-se acima de 50 desde então, o que sob essa ótica pode sugerir certa moderação, na margem, do descompasso entre oferta e demanda.

Por outro lado, o Nuci atingiu 83,7% em julho, apresentando elevação ante a taxa de 83,1% registrada em junho, segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central. A série dessazonalizada pela própria CNI, que tinha recuado em maio, voltou a se elevar em junho e julho, atingindo nesse último mês o nível recorde de 83,5%. Considerando a série sem ajuste sazonal, em julho, o Nuci

situou-se 1,47 p.p. acima do patamar registrado no mesmo mês de 2007. Com isso, a taxa média dos primeiros sete meses do ano foi 1,0 p.p. superior à observada em igual período de 2007. Por sua vez, o Nuci mensal sem ajuste sazonal, calculado pela FGV, atingiu 86,5% em agosto, 0,8 p.p. acima do patamar observado no mesmo mês de 2007.

De modo geral, o elevado nível de utilização da capacidade reflete a aceleração da atividade econômica e se manifesta em diversos setores, a despeito do aumento substancial do volume de investimentos. A Sondagem Conjuntural da FGV junto à indústria de transformação indica que, entre abril e julho, houve decréscimo de 1 p.p. do número de empresas que mencionam haver limitações ao aumento de produção. Ainda assim, quando se compara julho com janeiro, verifica-se aumento de 2 p.p. (38% contra 36%, respectivamente). No que se refere à expansão da capacidade, a absorção de bens de capital, que já vinha apresentando taxas elevadas de crescimento (5,1% em 2005, 13,9% em 2006 e 19,6% em 2007), mantém-se robusta em 2008, e registra expansão de 19,6% até julho, em relação a igual período do ano anterior. Esse desempenho reflete não apenas o vigoroso incremento das importações de bens de capital (39% em volume até julho), mas também o da produção desses bens (19,9%). Também é digno de nota o aumento de 10,5% da produção de insumos para a construção civil, o maior crescimento nessa base de comparação desde abril de 1995. Por outro lado, tendo em vista o comportamento recente das taxas de utilização da capacidade, a maturação tempestiva dos projetos de investimento é fator fundamental para evitar que se aprofunde o descompasso importante verificado entre a evolução da oferta e da demanda agregada ao longo dos últimos trimestres, que tem exacerbado os riscos para a dinâmica inflacionária.

O Índice Nacional do Custo da Construção – Disponibilidade Interna (INCC-DI) mostra elevação dos custos de produção associados a esse setor. A variação acumulada do INCC até agosto atingiu 9,24% ante 4,09% registrados no mesmo período do ano anterior. Por sua vez, a variação nos últimos doze meses alcançou 11,40% em agosto, valor 6,4 p.p. superior ao verificado no mesmo período de 2007. Esses desenvolvimentos têm suscitado preocupação quanto ao surgimento de possíveis restrições de oferta nesse segmento, que, dada sua estrutura de produção, dificilmente seriam aliviadas por meio de importações. Além disso, a indústria da construção parece sofrer pressões de custo, tendo em vista a aparente escassez de mão-de-obra especializada. As preocupações com a evolução dos preços no mercado de construção civil são reforçadas

pelas perspectivas remanescentes de expansão da demanda em um ambiente em que as condições de financiamento permanecem favoráveis.

Com a superação do efeito alento, típico das fases iniciais de ciclos de expansão, o crescimento da População Economicamente Ativa (PEA) vem se desacelerando. Em doze meses até julho, o crescimento atingiu 2,0%, contra 2,8% registrado no mesmo período do ano passado. Essa dinâmica, associada à aceleração do ritmo da atividade econômica e à conseqüente expansão da demanda por mão-de-obra, contribuiu para quedas mais rápidas nas taxas de desemprego. De fato, em julho, a taxa de desemprego situou-se em 8,1%, ante 9,5% e 10,7%, respectivamente, nos mesmos meses de 2007 e 2006. Dessa forma, a taxa média de desemprego no ano até julho (8,2%) situou-se 1,6 p.p. abaixo da verificada em igual período do ano passado. Quando se analisa a taxa média em doze meses, verifica-se que julho registrou o décimo oitavo recuo consecutivo nessa métrica. Com o forte dinamismo da demanda por mão-de-obra, mantidas as tendências para a PEA, as taxas de desemprego podem declinar ao longo dos próximos meses, o que poderia ensejar a emergência de pressões por elevações salariais reais ainda mais expressivas, possivelmente superiores ao crescimento da produtividade do trabalho.

Por sua vez, o preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, apresentou redução desde a publicação do último Relatório, mas continua bastante volátil, sugerindo cautela na interpretação de sua dinâmica recente. Esse comportamento tem refletido não apenas menor demanda por parte dos países desenvolvidos, em contexto de desaceleração econômica, mas, sobretudo, temores de desaceleração global mais forte ao longo dos próximos trimestres. Cabe notar que a influência dos preços internacionais do petróleo sobre a inflação doméstica não se transmite exclusivamente por intermédio dos preços dos combustíveis, mas também, por exemplo, por meio da cadeia produtiva do setor petroquímico e das expectativas de consumidores e empresários. A volatilidade dos preços de outras *commodities* importantes continua igualmente elevada, embora, a exemplo do petróleo, seus preços venham caindo com alguma intensidade desde o último Relatório, refletindo maior incerteza sobre as perspectivas para o crescimento da demanda mundial, bem como da maior turbulência nos mercados financeiros globais.

Após mais que duplicar em 2007 (7,89%, ante 3,79% em 2006), a inflação mais ampla – medida pelo IGP-DI – continuou aumentando em 2008. Até agosto,

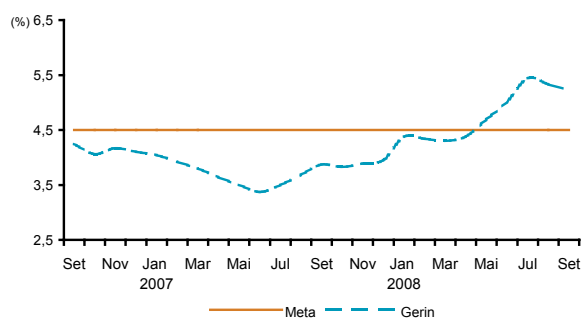
o IGP-DI variou 7,93%, ante 3,23% no mesmo período do ano anterior e, em doze meses, 12,80%, percentual 7,61 p.p. superior ao verificado no mesmo mês de 2007. A forte aceleração do índice refletiu, essencialmente, o comportamento do IPA-DI, que variou 15,70% nos últimos doze meses, ante 5,49% em 2006. Por sua vez, na mesma base de comparação, o IPC-Br e o INCC subiram, respectivamente, 5,93% e 11,40%, ante os 4,47% e 5,04% observados no mesmo período do ano passado. Ainda sobre o Índice de Preços por Atacado (IPA), cabe destacar a aceleração dos preços industriais, processo que teve início no segundo semestre de 2007 e que se intensificou nos últimos trimestres. De fato, a inflação dos preços industriais em doze meses até agosto (13,37%) encontrava-se 10,72 p.p. acima do valor registrado no mesmo período do ano passado, e a dos preços agrícolas (22,51%), 7,64 p.p. Não obstante, note-se que a variação dos preços agrícolas alcançou, em doze meses até agosto, taxa marcadamente superior àquela registrada pelos preços industriais. Conforme destacado em Relatórios anteriores, o Copom avalia que 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.

O cenário benigno para os preços ao consumidor que se materializou com intensidade em 2006 começou a se reverter em meados de 2007 e apresentou deterioração ainda maior desde o início do ano corrente. Esses desenvolvimentos constavam do balanço de riscos apontado pelo Comitê em Relatórios anteriores, que antecipavam que a inflação acumulada em doze meses poderia se acelerar ao longo deste ano. À semelhança do ocorrido em 2007, neste ano os preços livres vêm subindo acentuadamente mais do que os preços administrados e monitorados por contrato, com os últimos mitigando a aceleração do IPCA. Enquanto os preços livres variaram 5,40% nos primeiros oito meses do ano (7,64% em doze meses), os preços administrados avançaram apenas 2,37% (2,84% em doze meses). No conjunto dos preços livres, os bens não-comercializáveis aumentaram 5,53% até agosto (8,41% em doze meses), enquanto os bens comercializáveis subiram 5,27% (6,82% em doze meses).

As três medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central registram, até agosto, valores superiores aos verificados em igual período do ano passado. Além disso, a inflação em doze meses se encontra acima do centro da meta em todos os casos. De fato, no acumulado do ano até agosto, o núcleo por exclusão de monitorados e de

alimentos no domicílio registra inflação de 4,18% (2,45% no mesmo período em 2007), o núcleo por médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos situa-se em 3,26% (2,47% no mesmo período em 2007) e o núcleo por médias aparadas sem suavização mostra inflação de 3,52% (2,24% no mesmo período em 2007). Em doze meses, os valores são iguais a 5,87%, 4,85% e 4,92%, respectivamente.

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



Assim como indicado no último “Relatório de Inflação”, as expectativas de inflação para 2008 continuaram subindo, em alguns momentos superaram o limite superior (6,5%) para a meta de inflação, e atualmente se encontram em 6,26%, ante 5,80% em junho. Para 2009, as expectativas também se deterioraram, deslocando-se de 4,63%, em junho, para 4,99%, com influência significativa sobre o cenário prospectivo avaliado pelo Copom. Para 2010, as expectativas permaneceram em 4,50%. Na avaliação do Comitê, esses desenvolvimentos, bem como a própria aceleração da inflação em 2007 e em 2008, indicam que a convergência da inflação à trajetória das metas já em 2009, mesmo diante de um cenário de desaceleração da atividade em escala global, requer atuação tempestiva da autoridade monetária, por meio de ajuste da taxa básica de juros.

6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária

As projeções com as quais o Copom trabalha baseiam-se em um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis macroeconômicas. Esse conjunto de pressupostos, bem como os riscos a eles associados, compõem o cenário principal com base no qual o Comitê toma decisões. Em linhas gerais, esse cenário prospectivo, consubstanciado nas projeções que serão apresentadas na seção seguinte, contempla maior arrefecimento do ritmo de expansão da economia global e continuidade das turbulências nos mercados financeiros, do lado externo, acompanhado de ligeiro arrefecimento da expansão da economia brasileira, do lado doméstico. O cenário ainda se caracteriza por alguma deterioração na dinâmica inflacionária. Nesse contexto, o principal desafio com que se defronta a política monetária é o de evitar que a deterioração inflacionária ocorrida desde 2007 se propague e se consolide.

O cenário principal para a economia mundial incorpora desaceleração mais intensa nas economias maduras

do que a avaliada no último “Relatório de Inflação”, em virtude do aprofundamento da crise financeira global e da divulgação de dados que evidenciam desaquecimento na área do Euro, no Reino Unido e no Japão. Esse desdobramento era um risco apontado no último Relatório, qual seja, de que a desaceleração econômica nos EUA terminaria por afetar de forma mais significativa a atividade em outras economias maduras. A rigor, o agravamento da crise financeira, que parece ter atingido um momento agudo nas últimas semanas, acentuou essa perspectiva. A economia dos EUA entrou em período de desaceleração desde o último trimestre de 2007, e continua sofrendo o impacto da crise no setor imobiliário, com efeitos sobre o mercado de trabalho, cujo enfraquecimento tem afetado a confiança dos consumidores, contribuindo de forma importante para deprimir o dispêndio. Ainda que a influência de estímulos monetários e fiscais tenha limitado o risco de uma contração significativa da atividade no primeiro semestre deste ano, o cenário dominante continua apontando para uma recuperação mais consistente apenas a partir de 2009. Entretanto, na medida em que a extensão e a alocação das perdas derivadas da crise imobiliária norte-americana, entre instituições financeiras de economias maduras, ainda não sejam totalmente conhecidas, e que importantes segmentos do mercado financeiro nessas economias ainda não tenham retomado condições normais de liquidez, persiste a percepção de risco sistêmico. Enquanto prossegue o processo de reorganização do sistema financeiro internacional, as condições de oferta de crédito permanecem restritivas, o que tende a realimentar a dinâmica de desaceleração da demanda. Note-se, adicionalmente, que a demanda nos EUA, mas especialmente na área do Euro, Reino Unido e Japão, parece ter sido afetada de forma significativa pela deterioração dos termos de troca ocasionada pela elevação dos preços das *commodities*. Assim, a reversão da tendência altista das *commodities* propiciaria incrementos de renda nessas regiões, o que contribuiria para sustentar a expansão do dispêndio.

Em princípio, a desaceleração mais intensa da economia mundial e o recuo dos preços das *commodities* poderiam contribuir para mitigar as pressões inflacionárias. Por outro lado, notadamente nas semanas mais recentes, o aprofundamento da crise financeira tem sido acompanhado de depreciação de várias moedas nacionais frente ao dólar norte-americano, o que tende a gerar pressões inflacionárias fora dos Estados Unidos. No caso brasileiro, o recuo dos preços das *commodities* tende a reduzir a oferta de divisas no mercado doméstico, tanto pelos efeitos sobre os fluxos comerciais quanto sobre os financeiros, e, por conseguinte, a pressionar o mercado de câmbio. Não menos importante

é o fato de que a inflação elevada verificada nos últimos trimestres em diversas economias pode gerar efeitos de segunda ordem, por exemplo, por intermédio de negociações salariais, e assim pressionar a inflação.

O Copom reafirma sua avaliação de que, para a inflação doméstica, um cenário de desaceleração mundial mais intensa e generalizada apresentaria fator de risco de sinal ambíguo no horizonte relevante. Ao reduzir as exportações líquidas, atuaria como um fator de contenção da demanda agregada. Além disso, ao exercer pressão baixista sobre os preços de algumas *commodities* importantes, poderia contribuir de forma mais direta para uma menor inflação doméstica. Por outro lado, há aspectos do atual cenário que poderiam atuar desfavoravelmente sobre as perspectivas de inflação, por intermédio de dois mecanismos. No caso de desaceleração das economias maduras que compõem o centro do mercado financeiro global, a aversão ao risco poderia se intensificar, reduzindo, assim, a demanda por ativos brasileiros e determinando depreciação dos respectivos preços, efeito que vem sendo evidenciado nas últimas semanas. A resiliência das fontes de financiamento externo da economia em meio ao processo de redução global no apetite por risco será importante para mitigar o impacto das dificuldades vividas pela economia global sobre a atividade econômica no Brasil, cuja dinâmica vem sendo sustentada essencialmente pela demanda doméstica. O segundo mecanismo, com efeitos a médio prazo, estaria vinculado à possível redução das exportações líquidas e seu impacto sobre a sustentabilidade de preços de certos ativos brasileiros, bem como sobre a capacidade de importar da economia, com potenciais repercussões sobre a dinâmica inflacionária. Nesse contexto, ainda que a economia brasileira se encontre mais resistente a mudanças de sentimento nos mercados financeiros internacionais, é possível que a capacidade de o setor externo contribuir para mitigar riscos inflacionários fique comprometida.

O resultado final depende, entre outros fatores, da importância relativa do componente financeiro associado à desaceleração da atividade econômica. Em outras palavras, no caso de um cenário internacional constituído principalmente de menor crescimento econômico e de turbulência financeira contida, é plausível supor que os efeitos desinflacionários sobre as economias emergentes poderiam ser mais fortes. Por outro lado, no caso de combinação de menor crescimento econômico e aprofundamento da crise financeira, com o aumento da aversão ao risco, os efeitos sobre os preços de ativos domésticos se exacerbariam, podendo fazer com que os efeitos inflacionários preponderassem.

Os desdobramentos recentes da crise internacional apontam importância acentuada do componente financeiro. Para a economia brasileira, a redução nos saldos da balança comercial – em parte já observada e que pode se aprofundar em contexto de crescimento robusto da absorção doméstica, de maior desaceleração econômica mundial e de possível redução no preço das *commodities* – e a piora nas condições financeiras internacionais tendem a exercer pressão sobre os preços dos ativos domésticos, afetando sobretudo a contribuição do setor externo para conter as pressões inflacionárias. Em outras palavras, a depreciação dos preços de ativos brasileiros poderia comprometer a capacidade de a economia continuar ampliando as importações em ritmo forte, processo que vem contribuindo para contrabalançar pressões inflacionárias domésticas. Assim, o risco recorrentemente apontado pelo Copom nos últimos trimestres, de uma demanda doméstica crescendo a taxas superiores às das condições de oferta, poderia ser amplificado pela possível tendência de depreciação de preços de ativos. Note-se, contudo, que a restrição das fontes de financiamento externo pode ter efeitos contracionistas sobre a atividade doméstica, especialmente se sobreposta a uma tendência de desaceleração da expansão creditícia no país. Ainda que a experiência histórica brasileira indique que os efeitos inflacionários tendem a predominar, esse canal de transmissão pode, na atual conjuntura internacional, mostrar-se particularmente importante.

Desde a divulgação do último Relatório, o Copom avalia que houve alguma redução no risco inflacionário advindo do comportamento dos preços internacionais do petróleo, haja vista a perspectiva mais concreta de desaceleração mundial e o arrefecimento dessas cotações. Entretanto, a incerteza que envolve avaliações sobre o comportamento futuro do preço do petróleo permanece marcadamente elevada, uma vez que o cenário prospectivo depende da evolução da demanda, especialmente nas economias emergentes, da resposta da oferta aos estímulos derivados de mudanças de preços relativos já ocorridas, além das questões geopolíticas que atuam sobre os preços dessa mercadoria. Cabe notar, ainda, que o comportamento recente dos preços de outras *commodities*, no caso de confirmação de maior desaceleração mundial, também poderia atuar para a configuração de quadro mais benigno do ponto de vista de pressões inflacionárias. Entretanto, como indicado acima, a análise dos possíveis efeitos desinflacionários das tendências recentes dos preços de matérias-primas não pode ser desvinculada da análise das consequências sobre os preços de ativos brasileiros.

O processo de expansão da economia brasileira – que, de resto, continua sendo relativamente pouco exposta ao comércio exterior, portanto com ciclo econômico pouco sincronizado ao das economias maduras – é liderado por vigorosa expansão da demanda doméstica. Ainda assim, o setor externo vinha, nos últimos anos, desempenhando papel importante na manutenção da inflação em trajetória consistente com as metas preestabelecidas pelo CMN. Isso ocorria, especialmente, por meio da disciplina exercida sobre os preços de bens transacionáveis e por meio da ampliação dos investimentos, a despeito do ambiente de demanda aquecida. Entretanto, a elevação consistente da inflação global, registrada desde o final do ano passado, levou à intensificação da alta dos preços de importados e reduziu a contribuição do setor externo para o controle da inflação. Até julho deste ano, os preços das importações brasileiras, de acordo com dados da Funcex, haviam acumulado um aumento de 21,4% no ano e de 28,7% em doze meses. Assim, é possível que ocorram repasses de aumentos de preços internacionais para os preços ao consumidor doméstico, entre outros motivos, porque o processo de elevação dos preços das importações tem se mostrado relativamente disseminado.

Nesse contexto, o Copom mantém a avaliação de que o principal risco inflacionário advém de fatores internos. O cenário central indica pequena acomodação do crescimento econômico ao longo do ano, diante do crescimento de 5,4% observado em 2007, processo que ficará mais nítido na medida em que os efeitos defasados da política monetária forem se evidenciando. Entretanto, espera-se que a demanda doméstica continue crescendo a taxas vigorosas, ainda que declinantes. De fato, a robustez da demanda doméstica tem exercido pressão sobre a capacidade de oferta de praticamente todos os setores da economia, especialmente no caso daqueles não expostos à concorrência externa. Essa avaliação ganha contornos ainda mais bem definidos quando se analisam dados referentes à atividade econômica, como o forte crescimento da absorção doméstica no segundo trimestre do ano, o elevado nível de utilização da capacidade e o crescimento sustentado das vendas no varejo. Cabe, além disso, reconhecer que o comportamento da massa salarial e do crédito, além dos impulsos fiscais esperados para 2008 e 2009, ainda que potencialmente em intensidade menor do que se antecipava anteriormente, constitui fator adicional de estímulo a uma demanda doméstica que já cresce a taxas robustas. Nesse contexto, em linha com a avaliação feita pelo Copom em documentos anteriores, mantém-se elevada incerteza em relação à dinâmica futura da inflação ao consumidor, uma

avaliação que encontra respaldo, por exemplo, no fato de as expectativas se posicionarem em patamares incompatíveis com a trajetória de metas, de a economia operar virtualmente a pleno emprego dos fatores e das pressões de preços industriais no mercado atacadista. Esses riscos domésticos ainda podem ser amplificados pelos riscos externos, caso o efeito da depreciação de preços de ativos predomine em relação aos potenciais impactos desinflacionários da desaceleração nas economias centrais.

Ao risco derivado do descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e da oferta, devem-se adicionar os riscos derivados de movimentos de preços no atacado. Apesar de números recentes benéficos, com respeito aos preços dos produtos agrícolas, as perspectivas para estes devem ser analisadas à luz das tendências de expansão da demanda global por alimentos e da relativa escassez de recursos para sua produção, especialmente nas economias maduras. Por outro lado, em virtude da magnitude e da persistência dos aumentos de preços industriais no atacado, ainda é significativo o risco de que eles se transmitam aos preços ao consumidor. De fato, os preços industriais, além de se referirem a produtos que se localizam mais próximos da etapa do consumo final e, por conseguinte, se transmitirem mais rapidamente aos preços ao consumidor, costumam mostrar maior persistência. Cabe lembrar que esses preços se encontram em aceleração desde o segundo semestre de 2007, refletindo tanto as supracitadas pressões inflacionárias externas quanto o aquecimento da atividade no Brasil. Se considerarmos que o significativo crescimento dos preços por atacado ocorreu numa conjuntura, até recentemente, de apreciação da taxa de câmbio, torna-se evidente o papel que a atividade econômica tem desempenhado na dinâmica desses preços.

Há evidências de que, no Brasil, o repasse dos preços no atacado para os preços ao consumidor ocorre em intensidade alta e em intervalo de tempo relativamente curto. O Comitê entende que o impacto de variações dos preços por atacado sobre os preços ao consumidor dependerá essencialmente das condições prospectivas de oferta e demanda e, de forma crítica, das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação. O aquecimento da demanda por bens e serviços e por fatores de produção, bem como a possibilidade do surgimento de restrições de oferta setoriais, podem ensejar maior intensidade no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. Na verdade, o comportamento do índice de preços ao consumidor deste ano já reflete parcialmente a materialização desse risco, que tem

sido apontado nos últimos Relatórios, suscitando resposta de política monetária.

Ao se decompor o IPCA em preços livres e em preços administrados, nota-se, para o horizonte de curto prazo, que os riscos negativos que se delineiam para a dinâmica dos preços livres contrastam com um quadro benigno que ainda se configura para a evolução dos preços administrados, a despeito da recente elevação dos índices gerais de preços. De fato, assim como verificado em 2007, mas em menor magnitude, em 2008 os preços administrados vêm contribuindo para mitigar as pressões sobre o índice pleno. A maior variação mensal dos preços administrados em comparação aos livres, verificada em julho e agosto, é decorrente da concentração de reajustes anuais de algumas tarifas nesse período. Não obstante, o maior crescimento dos preços administrados, em comparação com o ocorrido em 2007, já reflete parcialmente o aumento substancial na variação dos índices gerais de preços. Na verdade, para horizontes mais longos, especificamente para 2009, a perspectiva é menos benigna, pois o cenário principal contempla variações superiores à meta para os preços administrados. De fato, se considerarmos a evolução desde o ano passado e as perspectivas para o próximo ano, os preços administrados deixam crescentemente de ser fator auxiliar no combate à inflação. Em particular, há preocupação, por parte de especialistas, quanto à magnitude do impacto do aumento dos índices gerais de preços que tem se verificado neste ano sobre o conjunto dos preços administrados em 2009. Na hipótese de se configurar um quadro menos benigno em relação ao cenário externo, novos movimentos altistas dos índices gerais de preços podem se materializar. Entretanto, ainda que exista de fato essa influência, associada a contratos que regem os reajustes de certos preços administrados, cabe notar que a contribuição direta dos índices gerais de preços na indexação de preços monitorados é limitada. De qualquer modo, seria razoável esperar que, em algum momento, a variação dos preços administrados convergisse para a variação média dos preços livres e, assim, deixasse de contribuir para mitigar pressões sobre a inflação plena.

A despeito da aceleração inflacionária observada desde o final de 2007, o crescimento do rendimento médio real habitual, na comparação interanual, tem se mantido robusto. Além disso, a expansão do emprego, em parte alicerçada na estabilidade macroeconômica, vem sustentando o crescimento da massa salarial real em ritmo robusto, e tende a continuar. De fato, a desaceleração do crescimento da PEA, associada à continuidade da expansão da demanda por trabalho, resultará em redução do desemprego, o

que poderia ensejar aceleração dos ganhos salariais, com impacto potencial tanto sobre a demanda doméstica quanto sobre os custos dos diversos setores. Nessas circunstâncias, o comportamento dos salários frente ao crescimento da produtividade do trabalho deve ser cuidadosamente monitorado. Por outro lado, o crescimento mais consistente da inflação dos últimos trimestres tornou-se importante fator de contenção dos ganhos reais do rendimento do trabalho e pode ensejar pressão sobre rendimentos nominais, o que tenderia a aumentar a persistência do processo inflacionário. Note-se que as evidências de alguns dissídios ocorridos no segundo semestre parecem corroborar essa avaliação. Além disso, a implementação, por parte das empresas, de reajustes salariais desvinculados do crescimento da produtividade contribuiria para intensificar o processo de aceleração inflacionária, aumentando o risco para o cenário prospectivo.

O crescimento do crédito tem sido outro importante fator de sustentação da demanda agregada. Em princípio, a elevação nas taxas de juros das operações de crédito verificadas desde o início do ano, em parte um reflexo do aumento dos custos de captação das instituições financeiras, deve atuar para arrefecer o crescimento do crédito ao longo dos próximos trimestres. Além disso, o crescimento dos desembolsos de modalidades especialmente dinâmicas, como os empréstimos consignados, poderia encontrar limites naturais. Porém, o significativo crescimento da renda e do emprego, e as perspectivas de continuidade desse processo, em ambiente no qual os bancos procuram preservar suas fatias de mercado, funcionam como importante propulsor da expansão do crédito. Além disso, não se pode desconsiderar que a introdução de mudanças institucionais voltadas para incentivar a concorrência no mercado de crédito pode manter as concessões em ritmo forte. Ainda que, até o momento, as forças expansionistas tenham prevalecido na determinação da dinâmica do crédito, é plausível que, doravante, tendo em vista os fatores citados acima e os efeitos cumulativos das decisões de política monetária, possivelmente reforçados pelos efeitos da contração de crédito nas economias maduras, ocorra moderação no ritmo de expansão creditícia.

A possibilidade de que alterações na dinâmica da inflação, que em uma avaliação preliminar parecem transitórias, venham a ter efeitos sobre as expectativas dos agentes quanto à trajetória inflacionária no médio e longo prazos constitui risco perene para a implementação da política monetária, portanto merece monitoramento contínuo. Tendo em vista o comportamento da inflação no passado recente, o Copom considera significativa a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente

localizadas ainda venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação doméstica. O Comitê entende que esse risco tende a se intensificar em momentos como o atual, quando a demanda doméstica se encontra aquecida e exposta a impulsos expansionistas e o mercado de fatores, nitidamente pressionado. A evidência ensina, também, que episódios de aceleração inflacionária não são uniformemente distribuídos entre os diferentes componentes dos índices de preço. Em certa medida, o comportamento dos núcleos e dos índices de difusão do IPCA, dos preços de serviços e dos preços industriais no atacado nos últimos meses corrobora a visão de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas estariam se disseminando. Cabe à política monetária, portanto, manter-se especialmente vigilante, a fim de evitar que o cenário prospectivo se deteriore. Em especial, deve-se estar atento à disseminação de efeitos de segunda ordem, visto que variações significativas de preços relativos que se consubstanciam em índices elevados de inflação tendem a gerar reações por recomposição de renda real pelos agentes, o que, por sua vez, realimenta o processo inflacionário. A experiência internacional, bem como o próprio histórico da inflação de nosso país, recomenda que a autoridade monetária recorra a ajustes da taxa básica de juros para enfrentar potenciais efeitos de segunda ordem.

Dessa forma, na avaliação do Copom, as perspectivas para a inflação continuam preocupantes e estão cercadas por razoável incerteza. Diante de um quadro que contempla robustez da demanda doméstica – conforme atestam as contas nacionais relativas ao primeiro semestre de 2008 – e elevadas expectativas de inflação, são relevantes os riscos de que os resultados favoráveis em termos de inflação observados em anos recentes não se sustentem. De fato, as expectativas de inflação para 2008, apesar de terem se reduzido recentemente, encontram-se em valores próximos aos observados no último Relatório, e as expectativas para 2009 encontram-se em valores superiores aos de três meses atrás. Esse comportamento é indicativo importante de que os fatores subjacentes à aceleração recente da inflação podem ter um caráter mais persistente do que se antecipava, em linha com preocupações expostas nos últimos Relatórios. Ressalte-se, ainda, que as expectativas para 2008 e 2009 se encontram acima do valor central da meta e, ainda que não ocorra uma deterioração adicional, essa elevação representa risco para o cenário prospectivo, merecendo resposta por parte da política monetária.

Em síntese, o Comitê avalia que, desde a divulgação do último Relatório, o balanço de riscos para a trajetória esperada da inflação não apresentou ainda melhora suficientemente convincente, principalmente no que se refere

aos determinantes domésticos da dinâmica inflacionária. No âmbito externo, os desdobramentos dos últimos trimestres sugerem que a contribuição das importações para manter um cenário inflacionário benigno se tornou menos efetiva, embora a desaceleração econômica global possa ter impactos desinflacionários. No âmbito doméstico, o ritmo acelerado de expansão da demanda continua sendo importante fonte de riscos para o cenário prospectivo, diante de sinais de que, a despeito do comportamento robusto do investimento, restrições à expansão da oferta poderiam estar emergindo. Em outra perspectiva, surge o entendimento de que incrementos adicionais na taxa de crescimento da oferta agregada poderiam estar condicionados a elevações da taxa de investimento da economia, um processo reconhecidamente lento. Nesse contexto, o Copom avalia que a redução consistente do descompasso entre o ritmo de ampliação da oferta de bens e serviços e o da demanda continua sendo elemento central na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

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. Para que essa tendência se manifeste em resultados concretos, entretanto, é preciso que os indicadores prospectivos de inflação, em particular a trajetória da demanda e a da oferta agregada, evoluam de forma harmônica, viabilizando o retorno da inflação à trajetória de metas já em 2009. O Copom avalia que a persistência de uma postura cautelosa e tempestiva da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação siga evoluindo segundo a trajetória de metas.

O Copom considera fundamental 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, a avaliação de decisões alternativas de política monetária deve concentrar-se, necessariamente, na análise do cenário prospectivo para a inflação, especialmente nas projeções apresentadas ao Comitê, e nos riscos associados a esse cenário, em vez de privilegiar os valores correntes observados para essa variável.

A propósito, ao longo dos próximos trimestres, a expansão da massa salarial e o crescimento do crédito continuarão impulsionando a demanda agregada. Além desses fatores, devem ser acrescidos os efeitos, ainda

que mitigados, das transferências governamentais sobre a expansão da demanda doméstica. A esse cenário somam-se, no conjunto de informações considerado pelo Comitê, as evidências de que a demanda doméstica ainda se encontra aquecida e o fato de que decisões correntes de política monetária terão impactos concentrados no final de 2008 e em 2009.

À luz dessas considerações, o Copom decidiu aumentar a taxa Selic em 0,75 p.p. em suas reuniões de julho e setembro, elevando-a para 13,75%.

Dessa forma, e diante dos sinais de aquecimento da economia e do comportamento das expectativas de inflação, o Copom avalia que continuam sendo relevantes os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltaria a evoluir de forma consistente com a trajetória das metas já em 2009. De fato, a deterioração do cenário prospectivo ainda se manifesta nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê. O Copom considera, também, que a persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas continua representando risco para a trajetória da inflação. Nessas circunstâncias, a política monetária deve continuar atuando, enquanto o balanço dos riscos para a dinâmica inflacionária assim o requerer, por meio do ajuste da taxa básica de juros, para, por um lado, reduzir tal descompasso e, por outro, evitar que pressões originalmente isoladas sobre os índices de preços levem à deterioração persistente das expectativas e do cenário prospectivo para a inflação.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, e levando-se em conta o conjunto de informações disponíveis até 12 de setembro de 2008 (data de corte), o cenário de referência pressupõe a manutenção da taxa de câmbio constante ao longo do horizonte de projeção em R\$1,80/US\$ e a meta para a taxa Selic em 13,75% (valor fixado na reunião do Copom de setembro), ante R\$1,65/US\$ e 12,25% considerados no “Relatório de Inflação” de junho. A projeção para a variação, em 2008, do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados foi mantida em 4,00%. Assim como no último Relatório, essa projeção baseia-se nas hipóteses, para o acumulado de 2008, de variação nula nos preços da gasolina e do gás de botijão; de 1,10% nos preços da eletricidade; e de 3,50% nas tarifas de telefonia fixa.

Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente, ao passo que, para os demais, as projeções se baseiam 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). De acordo com esses modelos, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2009 foi alterada para 4,80%, ante 4,50% do último Relatório, e para 2010 foi mantida em 4,50%, mesmo percentual considerado no Relatório de junho.

O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pela Gerin junto a um conjunto significativo de instituições até a data de corte acima citada. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média recuaram na comparação com os valores divulgados no “Relatório de Inflação” de junho. Para o quarto trimestre deste ano, essas expectativas passaram de R\$1,68 para R\$1,65 e, para o último trimestre de 2009, de R\$1,77 para R\$1,75. Para o terceiro trimestre de 2010, os analistas projetam taxa de câmbio média de R\$1,79. As expectativas acerca da trajetória da taxa Selic média se elevaram quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2008, deslocaram-se de 13,66% para 14,13%, ao passo que, para o último trimestre de 2009, passaram de 12,94% para 14,07%. Para o terceiro trimestre de 2010, os analistas projetam taxa Selic média de 12,58%. No cenário de mercado, o modelo de projeção do *swap* de 360 dias estima *spread* da taxa de *swap* pré-DI de 360 dias de 199 p.b., 112 p.b. e -36 p.b., em relação à taxa Selic atual, nos últimos trimestres de 2008 e de 2009 e no terceiro trimestre de 2010, respectivamente. Adicionalmente, o cenário de mercado pressupõe variações de 4,0% para o conjunto dos preços administrados em 2008, de 4,9% em 2009 e de 4,6% em 2010.

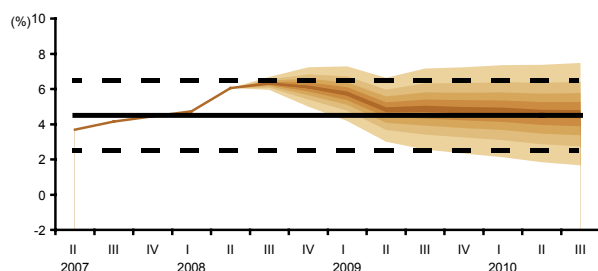
Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta a hipótese de trabalho do cumprimento da meta legal de superavit primário de 3,8% do PIB em 2008 e 2009, incrementada em 0,5 p.p.

Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto de informações disponíveis até a data de corte de 12 de setembro de 2008, foram construídas as projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres, compatíveis com as trajetórias de juros e de câmbio que caracterizam os cenários de referência e de mercado.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 6,1% em 2008, patamar 0,1 p.p. superior ao projetado no Relatório de junho, e superior ao valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo CMN. De acordo com os números constantes da Tabela 6.1, a inflação acumulada em doze meses parte de 6,3% no terceiro trimestre de 2008 e recua para 6,1% no último. Para 2009, a projeção da inflação acumulada em doze meses parte de 5,7% no primeiro trimestre e encerra o ano em 4,8%. Nesse cenário, a projeção atinge 4,6% no terceiro trimestre de 2010. Cabe destacar que o recuo da projeção de inflação ao longo de 2009, no cenário de referência, reflete essencialmente os efeitos da elevação na taxa Selic determinada no trimestre corrente e o fato de as expectativas de inflação para 2009 e 2010 se encontrarem em patamares inferiores às expectativas para 2008. Dessa forma, como ilustrado no Gráfico 6.2, no horizonte de projeção, a inflação acumulada segue tendência no sentido de se aproximar do valor central da meta de inflação estabelecida pelo CMN, sem, contudo, convergir plenamente.

Gráfico 6.2 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 13,75% a.a. (Cenário de referência)

Leque de inflação



Obs.: inflação acumulada em doze meses (% a.a.).

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 13,75% a.a. (Cenário de referência)

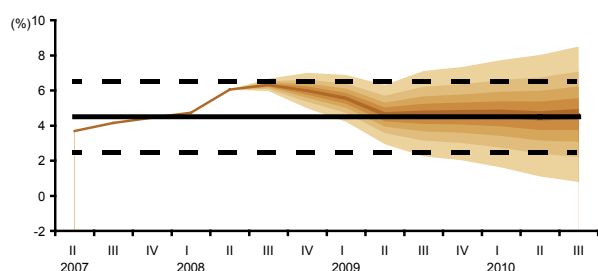
Período	Intervalo de confiança						Projeção central
	50%		30%		10%		
2008 3	6,2	6,2	6,3	6,3	6,4	6,5	6,3
2008 4	5,7	5,9	6,0	6,2	6,4	6,6	6,1
2009 1	5,1	5,4	5,6	5,9	6,1	6,4	5,7
2009 2	4,1	4,4	4,7	5,0	5,2	5,6	4,8
2009 3	3,9	4,3	4,7	5,0	5,4	5,8	4,9
2009 4	3,8	4,2	4,6	5,0	5,4	5,8	4,8
2010 1	3,7	4,1	4,5	4,9	5,4	5,8	4,7
2010 2	3,5	4,0	4,4	4,8	5,3	5,7	4,6
2010 3	3,4	3,9	4,4	4,8	5,3	5,8	4,6

Obs.: inflação acumulada em doze meses (% a.a.).

Os dados da Tabela 6.1 indicam, para 2008, recuo de 0,2 p.p. na inflação acumulada em doze meses no quarto trimestre, em relação ao terceiro. Além disso, apontam para uma projeção de inflação menor para o quarto trimestre de 2008 do que a inflação realizada no mesmo período em 2007. As projeções de inflação sofrem uma mudança de patamar (diminuição de 0,9 p.p.) entre o primeiro e o segundo trimestre de 2009, reflexo de uma menor projeção para a inflação de preços livres, quando comparada à inflação realizada no período correspondente em 2008, suficiente para compensar os efeitos de uma projeção para a variação dos preços administrados maior do que a registrada no segundo trimestre de 2008. De acordo com o intervalo de confiança apresentado na Tabela 6.1, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior (6,5%) do intervalo de tolerância da meta em 2008 situa-se em torno de 25%, segundo o cenário de referência.

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 doze meses (% a.a.).

No cenário de mercado, a projeção para a inflação de 2008 (6,0%) é 0,1 p.p. menor do que a associada ao cenário de referência, e igual à constante do último Relatório. Conforme se pode inferir a partir do Gráfico 6.3 e da Tabela 6.2, as projeções indicam que, no horizonte considerado, a inflação acumulada em doze meses alcança seu maior nível no terceiro trimestre de 2008 (6,3%), desloca-se para baixo e encerra o ano em 6,0%, acima do valor central de 4,5% para a meta de inflação. Na comparação com a projeção de inflação associada ao cenário de referência (6,1%), a menor projeção no cenário de mercado deve-se, basicamente, às expectativas dos analistas de apreciação do real até o final

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%		
2008 3	6,2	6,2	6,3	6,3	6,4	6,5	6,3
2008 4	5,6	5,8	5,9	6,1	6,2	6,4	6,0
2009 1	5,0	5,2	5,5	5,7	5,9	6,1	5,6
2009 2	3,9	4,2	4,5	4,8	5,0	5,3	4,6
2009 3	3,7	4,1	4,5	4,9	5,2	5,7	4,7
2009 4	3,6	4,1	4,5	4,9	5,3	5,8	4,7
2010 1	3,4	4,0	4,4	4,9	5,4	5,9	4,7
2010 2	3,1	3,8	4,3	4,8	5,4	6,0	4,6
2010 3	3,1	3,7	4,4	4,9	5,6	6,2	4,6

Obs.: inflação acumulada em doze meses (% a.a.).

1/ De acordo com a Gerin.

Tabela 6.3 – Projeções do "Relatório de Inflação" de Junho de 2008

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2008 II	5,9	5,9
2008 III	6,3	6,3
2008 IV	6,0	6,0
2009 I	5,7	5,7
2009 II	4,8	4,9
2009 III	4,7	4,8
2009 IV	4,7	4,7
2010 I	4,7	4,8
2010 II	4,8	4,9

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

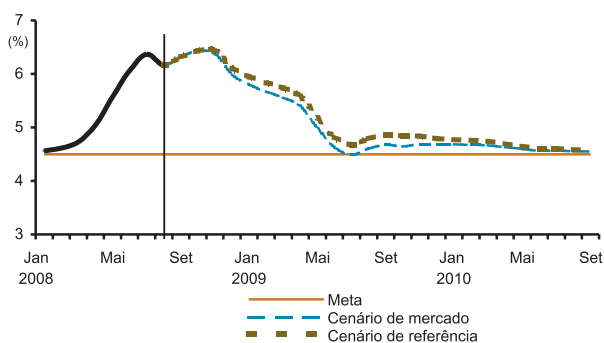
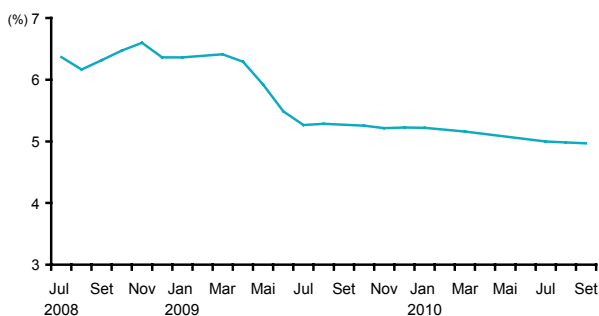


Gráfico 6.5 – Projeção de Inflação: Modelos VAR



deste ano, em relação ao dólar norte-americano. Ainda de acordo com o cenário de mercado, a projeção de inflação acumulada em doze meses diminui ao longo de 2009 e encerra o ano em 4,7%, acima, portanto, do valor central para a meta estabelecida pelo CMN. Note-se ainda que a projeção para a inflação acumulada em doze meses alcança 4,6% no terceiro trimestre de 2010. De acordo com o intervalo de confiança apresentado na Tabela 6.2, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2008 também se encontra em torno de 25%.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no Relatório anterior, cujas projeções estão reproduzidas na Tabela 6.3, indica uma ligeira elevação da projeção, para 2008, segundo o cenário de referência, enquanto no cenário de mercado a projeção se manteve estável. A ligeira elevação da projeção no cenário de referência deve-se essencialmente à elevação das expectativas de inflação para o ano corrente e para o próximo, desde a divulgação do Relatório de junho – movimento esse que teria sido mais intenso na ausência de uma postura firme por parte da autoridade monetária. Para 2009, em comparação com as projeções do Relatório anterior, também se nota elevação de 0,1 p.p. na projeção do cenário de referência, em função de elevação nas expectativas de inflação para o ano e do aumento da projeção da inflação de preços administrados para 2009 (4,8%, ante 4,5% no Relatório anterior). Na projeção do cenário de mercado para 2009, assim como para 2008, tem-se estabilidade.

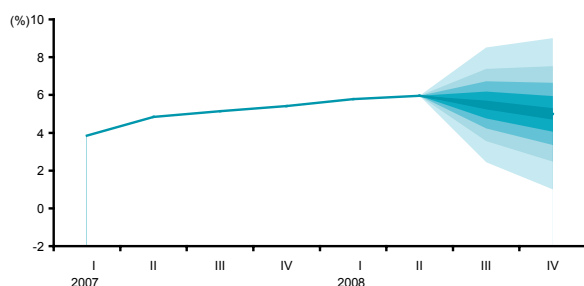
O Gráfico 6.4 apresenta a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado, até o terceiro trimestre de 2010, bem como a trajetória de metas. Até agosto de 2008, os valores referem-se à inflação ocorrida em doze meses e, a partir de setembro, consideram-se projeções. Em ambos os cenários, as projeções recuam nos meses finais de 2008, movimento que avança no primeiro semestre de 2009. A partir de meados de 2009, as projeções mostram-se relativamente estáveis nos dois cenários, mas em ambos permanecem acima do valor central de 4,5% para a meta, até o final do horizonte analisado.

A média das projeções geradas pelos modelos de Vetores Auto-Regressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses é apresentada no Gráfico 6.5. Até agosto de 2008, os valores referem-se à inflação ocorrida em doze meses e, a partir de setembro, a projeções. Como se pode observar, os modelos indicam manutenção da inflação nos

patamares atuais até o primeiro trimestre de 2009, quando passam a projetar uma tendência de redução. Essas projeções elevaram-se em relação à média das projeções dos modelos VAR apresentadas no último Relatório, portanto continuam acima do valor central da meta (4,5%) até o final do horizonte de projeção.

Gráfico 6.6 – Variação do PIB com juros fixos em 13,75% a.a. (Cenário de referência)

Leque do produto



O Gráfico 6.6 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o modelo que gera as projeções de crescimento do PIB utiliza duas variáveis que não são diretamente observáveis, produto potencial e hiato do produto, os erros de previsão associados a essas projeções são consideravelmente maiores do que os erros contidos nas projeções de inflação. De acordo com esse cenário, o crescimento do PIB previsto para 2008 elevou-se para 5,0%, 0,2 p.p. acima do valor projetado no “Relatório de Inflação” de junho.

Repasse de Choques de Preços no Atacado para o Varejo

Entre os desafios com que se deparam os formuladores de política monetária, destaca-se a necessidade de se antecipar aos fatos, ou seja, de avaliar prospectivamente a trajetória da inflação ao consumidor, a fim de tomar decisões de política. Diante dessa realidade, os bancos centrais centram esforços no sentido de identificar variáveis com potencial para lhes proporcionar informações a respeito do comportamento futuro da inflação ao consumidor. Por sua própria natureza, é fácil entender por que os preços no mercado atacadista destacam-se como indicadores antecedentes do comportamento dos preços no varejo.

Dada a importância do vínculo entre preços no varejo e atacado, este box, em grande parte baseado em Guillén e Araújo (2008), discorre sobre o potencial repasse de um choque incidente sobre os preços no mercado atacadista representados no Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), para os preços ao consumidor representados no Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). É de se reconhecer que, em uma perspectiva teórica, em princípio o repasse seria integral, de modo que restaria apenas a questão do prazo em que isso se materializaria. De outra forma, em uma perspectiva econométrica, as séries dos índices de preços no atacado e no varejo cointegrariam. Entretanto, considerando-se a considerável divergência que existe entre as cestas de bens que compõem o IPA e o IPCA, bem como entre as respectivas coberturas geográficas, é plausível admitir que permanece em aberto não só a questão da intensidade do repasse, mas também a do prazo em que ele se materializaria.

A metodologia considerada consiste inicialmente na estimação de VAR, levando em

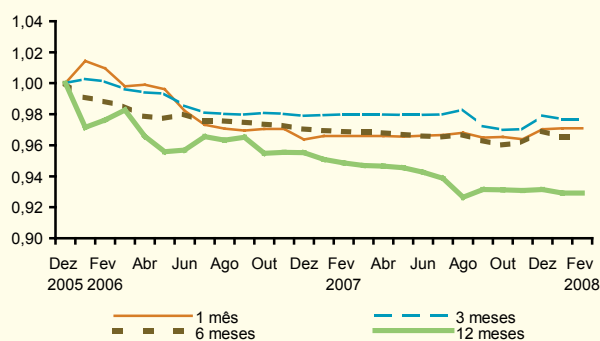
Tabela 1 – Repasse do choque

Meses	IPCA	Livres	Comercializáveis	Não-comercializáveis
Repasse do choque no IPA-DI				
3	0,5	0,4	0,6	0,2
6	0,8	0,8	0,9	0,5
12	1,0	1,0	1,0	0,8
24	1,0	1,0	1,0	1,0
Repasse do choque no IPA-Agrícola				
3	0,1	0,1	0,2	0,1
6	0,2	0,2	0,3	0,2
12	0,3	0,3	0,3	0,3
24	0,3	0,3	0,3	0,3
Repasse do choque no IPA-Industrial				
3	0,8	0,6	0,9	0,2
6	1,4	1,1	1,4	0,5
12	1,7	1,6	1,6	0,8
24	1,7	1,6	1,6	1,1

Tabela 2 – Repasse do choque

Meses	IPCA	Livres	Comercializáveis	Não-comercializáveis
Repasse do choque no IPA-DI				
3	1,0	0,9	1,5	0,3
6	1,0	1,0	1,3	0,5
12	1,0	1,0	1,2	0,7
24	1,0	1,1	1,2	0,8
Repasse do choque no IPA-Agrícola				
3	0,3	0,3	0,4	0,2
6	0,3	0,3	0,4	0,2
12	0,3	0,3	0,4	0,2
24	0,3	0,3	0,3	0,2
Repasse do choque no IPA-Industrial				
3	1,6	1,3	2,1	0,4
6	1,6	1,5	2,1	0,5
12	1,7	1,7	2,0	0,7
24	1,7	1,7	1,9	0,9

Gráfico 1 – Evolução temporal do repasse do IPA para o IPCA



consideração restrições de curto prazo (Vetores de Ciclos Comuns), conforme definido em Vahid e Engle (1993 e 1997) e Issler e Vahid (2001), e de longo prazo (Vetores de Cointegração), conforme definido em Engle e Granger (1987) e estimado seguindo Johansen (1988). O período amostral vai de janeiro de 1995 a fevereiro de 2008. Posteriormente, calculamos a função impulso-resposta generalizada para cada VAR como sugerido em Pesaram e Shin (1998), aplicando um choque de um desvio padrão da inovação (do termo erro da equação da inflação no atacado) da equação da inflação no atacado.

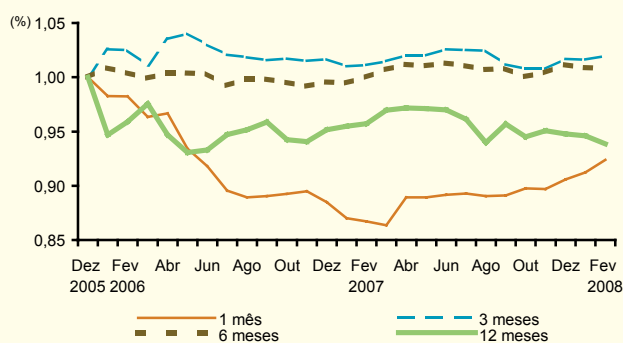
Na construção da Tabela 1, para cada um dos conjuntos de preços ao consumidor, o repasse de um choque no IPA-DI após 24 meses foi igualado à unidade, de modo que os demais valores devem ser lidos como uma fração desse repasse¹. Cabe destacar que: (1) independente da combinação considerada, a maior parte do repasse de um choque no atacado para o varejo materializa-se em até seis meses e praticamente se completa em doze meses; e (2) os bens comercializáveis são alcançados mais intensa e rapidamente por um choque no atacado do que os bens não-comercializáveis; e (3) um choque no IPA-Industrial propaga-se mais intensa e rapidamente do que um choque no IPA-Agrícola. Já na construção da Tabela 2, para cada um dos prazos analisados, o repasse de um choque no IPA-DI foi igualado à unidade, de modo que os demais valores devem ser lidos como uma fração desse repasse². Note-se que, nesse caso, a despeito de se conduzir a análise segundo uma perspectiva diferente, as três observações acima permanecem válidas.

No sentido de avaliar a robustez dos parâmetros estimados, conforme ilustra o Gráfico 1, calcularam-se os valores do repasse de um choque no IPA-DI para o IPCA, decorridos um, seis, doze e 24 meses, com a amostra encerrando em dezembro de 2005 e, a partir de então, repetiu-se o exercício acrescentando a cada momento um novo elemento ao conjunto amostral. Aparentemente, há uma suave tendência de recuo na intensidade do repasse do IPA-DI para o IPCA. Por outro lado, no Gráfico 2, em que também se parte de

1/ Por exemplo, decorridos 24 meses, o repasse de um choque de um desvio padrão da inovação da equação da inflação medida pelo IPA-Industrial para o IPCA é 1,7 vez o repasse de um choque de um desvio padrão da inovação da equação da inflação medida pelo IPA-DI para o IPCA.

2/ Por exemplo, decorridos 24 meses, o repasse de um choque de um desvio padrão da inovação da equação da inflação medida pelo IPA-DI para os comercializáveis é 1,2 vez o repasse do mesmo choque para o IPCA.

**Gráfico 2 – Evolução temporal do repasse do IPA para o IPCA
Janela Móvel de 120 meses**



dezembro de 2005, mas se considera uma janela móvel de 120 meses, nota-se estabilidade no grau de repasse, exceto para o prazo de um mês.

Este boxe procurou analisar o impacto que um choque sobre os preços no atacado pode determinar sobre os preços ao consumidor. De um modo geral, os exercícios econométricos sugerem que o repasse de choques sobre os preços no atacado para os preços ao consumidor ocorre em intervalos de tempo relativamente curtos, que os bens comercializáveis são mais sensíveis a choques no atacado do que os não-comercializáveis e que um choque nos preços industriais tem impacto maior sobre os preços ao consumidor do que um choque nos preços agrícolas. Além disso, não se encontra evidência de alteração relevante no grau de repasse do IPA-DI para o IPCA ao longo dos últimos anos.

Referências

ENGLE, R. F.; GRANGER, C. W. J. 1987. “Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing”. *Econometrica*, 55(2), 251-276.

GUILLÉN, O. T. C.; ARAÚJO, C. H. V. 2008. “Repasse de choques nos preços ao atacado para preços ao consumidor”. Banco Central do Brasil, Trabalhos para Discussão (a ser publicado).

ISSLER, J. V.; VAHID, F. 2001. “Common Cycles and the Importance of Transitory Shocks to Macroeconomic Aggregates”. *Journal of Monetary Economics*, 47(3), 449-475.

JOHANSEN, S. 1988. “Statistical Analysis of Cointegration Vectors”. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, 231-254.

PESARAM, H. H.; SHIN, Y. 1998. “Generalized impulse response analysis in linear multivariate models”. *Economic Letters*, 58, 17-29.

VAHID, F.; ENGLE, R. F. 1993. “Common Trends and Common Cycles”. *Journal of Applied Econometrics*, 8, 341-360.

VAHID, F.; ENGLE, R. F. 1997. “Codependent Cycles”. *Journal of Econometrics*, 80, 199-211.

Política Monetária e Expectativas de Inflação

A literatura, teórica e empírica, reserva um papel importante para as expectativas de inflação na determinação da dinâmica inflacionária. Vários estudos, como Ball (1995), Bomfim *et al.* (1997), Erceg e Levin (2003), Roberts (2007) e Kiley (2007), concluem que o custo de desinflação dependeria de forma importante do grau em que as expectativas de inflação de longo prazo reagem a alterações nos instrumentos de política monetária. Outras pesquisas sugerem que a ancoragem das expectativas torna a inflação menos sensível a variações de demanda agregada [Roberts (2006)] e a choques de oferta tais como aumentos significativos do preço de energia [Hooker (2002)].

O canal das expectativas atua sobre a formação dos preços de várias formas: (1) diretamente – por intermédio de sua incorporação aos preços de produtos e serviços, a forma mais rápida e mais intensa; (2) via salários – pela sua incorporação aos salários em negociação; e (3) indiretamente – com alguma defasagem, as expectativas de inflação atingiriam os preços porque alteram a taxa real de juros *ex ante*, reconhecidamente elemento de grande importância no balizamento de decisões de investimento e poupança de empresas e indivíduos.

Nesse contexto, tem sido amplamente reconhecido pelos bancos centrais que as expectativas de inflação de fato influenciam a inflação corrente e a futura, de modo que a ancoragem das expectativas constituiria elemento crucial para o que se poderia denominar uma condução eficiente da política monetária. Expectativas ancoradas alavancam a previsibilidade da evolução dos preços, em parte porque dificultam a disseminação e amplificação de choques, ou seja, diminuem a sensibilidade da

inflação a choques. Tendo em vista a relevância do tema, este box procura explorar de que maneira se formam as expectativas de inflação e de que maneira a inflação, e os bancos centrais, a elas reage.

Os banqueiros centrais, bem como os economistas acadêmicos, mostram-se cada vez mais preocupados em compreender como são formadas as expectativas, em particular de que maneira a política monetária influencia e/ou é influenciada por esse processo. Em palestra proferida recentemente, o Presidente do *Federal Reserve Bank* (Fed) ressaltou os promissores avanços da pesquisa no sentido de se entender melhor que fatores determinam as expectativas e como funcionam os canais por intermédio dos quais elas afetam a inflação. Na oportunidade, além da literatura que utiliza dados desagregados para investigar como se comportam os formadores de preços, foi destacada a importância da literatura sobre *learning*. A propósito, Evans e Honkapohja (2002) e Woodford (2003) recorrem a essa abordagem para modelar expectativas de inflação em modelos de equilíbrio geral, relaxando, assim, a reconhecidamente forte hipótese de expectativas racionais. Por sua vez, Kiley (2007) utiliza abordagem diversa para explorar a interação entre política monetária e expectativas e, como principal contribuição, indica que políticas monetárias restritivas reduzem as expectativas de inflação para horizontes de longo prazo.

Em outra perspectiva, o foco das atenções tem sido o de avaliar, principalmente no caso de regimes que adotam metas explícitas para a inflação, como a transparência característica desses regimes pode influenciar a formação das expectativas de inflação. A experiência internacional avaliza a hipótese de que a manutenção de objetivos explícitos para a inflação exerce substancial influência sobre a formação das expectativas de inflação para horizontes de longo prazo, bem como sobre a própria dinâmica da inflação. Por exemplo, para Austrália, Canadá, Nova Zelândia, Suécia, e Inglaterra, Levin *et al.* (2004) encontram evidência de que os respectivos bancos centrais têm sido bem-sucedidos em reduzir o vínculo entre expectativas de inflação e inflação passada. Além disso, nesses países, a divulgação de metas explícitas para a inflação estaria associada a uma menor persistência de medidas de núcleo

da inflação. Mesmo em países que não adotam explicitamente metas para a inflação, mudanças na condução da política monetária que promoveram a ancoragem das expectativas são interpretadas como importantes determinantes no comportamento da inflação. Para os Estados Unidos, por exemplo, alguns fatos estilizados indicam que a inflação tem se tornado menos persistente e menos sensível a choques. Mishkin (2007) afirma que essas mudanças recentes na dinâmica da inflação americana são resultantes, principalmente, de melhor ancoragem das expectativas de inflação, que, por sua vez, resultariam de mudanças na condução da política monetária. Na América latina, a busca por melhor ancoragem das expectativas de inflação foi determinante no processo de desinflação, bem como na manutenção da estabilidade de preços. Com base em dados pós-1999 para Brasil, Chile e México, estudo de Mello e Moccerro (2006) sugere que a política monetária nesses países responderia prontamente a mudanças nas expectativas de inflação, bem como que as expectativas de inflação reagiriam a mudanças na meta de inflação e na taxa básica de juros.

Especificamente para o Brasil, alguns estudos avaliam os determinantes da inflação, analisam aspectos da formação das expectativas de inflação e estimam a reação do banco central a desvios das expectativas de inflação da meta. Minella, Goldfajn, Springer e Muinhos (2003) indicam que o grau de persistência da inflação no Brasil decresceu após a implantação do regime de metas para a inflação. Os resultados também dão suporte à visão de que a meta de inflação tem contribuído para ancorar as expectativas e de que o Banco Central do Brasil (BCB) tem reagido fortemente a desvios das expectativas de inflação em relação à trajetória de metas. De forma semelhante, Bevilaqua, Mesquita e Minella (2007) mostram evidência de que, em média, o Banco Central do Brasil obteve bons resultados em termos de coordenação das expectativas de inflação. Ainda sobre o Brasil, há evidências de que a taxa de variação das expectativas de inflação respondem com dois trimestres de defasagem às variações na taxa básica de juros. Estudo recente do *Bank for International Settlements* (BIS) (2008), para diversas economias emergentes, mostra que o canal das expectativas tem se tornado mais importante desde a adoção de regimes de metas para a inflação nos anos noventa.

Análise do recente surto inflacionário global revela reações diversas dos bancos centrais na busca da condução mais acertada da política monetária. A esse respeito, Balston *et al.* (2008) concluem que, em economias como Peru, México, Chile, Polônia, Hungria, Israel, Egito e Índia, os bancos centrais resistiram à adoção de uma postura restritiva, por outro lado, em economias como Brasil, Colômbia, China e África do Sul, os bancos centrais teriam atribuído mais importância às expectativas de inflação e reagiram forte e prontamente às pressões inflacionárias.

Nenhum dos supracitados estudos admite a validade da hipótese de perfeita ancoragem das expectativas, que, diante dos choques a que as economias são recorrentemente submetidas e da credibilidade imperfeita, não é totalmente plausível. No entanto, é forçoso reconhecer que a busca de maiores graus de ancoragem das expectativas de inflação é fundamental, e tem sido um desafio permanente para os bancos centrais, em especial, mas não exclusivamente, àqueles encarregados de implementar metas para a inflação.

Referências

BALL, L. (1995). “Disinflation with Imperfect Credibility”. *Journal of Monetary Economics*, 35(1), p. 5-23.

BALSTON, M.; CAÑONERO, G.; CASSARD, M.; GIACOMELLI, D.; HOHENSEE, M.; KAPTEYN, A.; SPENCER, M. (2008). “Are Central Banks Behind the Curve”. *Deutsche Bank Report*, p. 12-13.

BEVILAQUA, A.; MESQUITA, M.; MINELLA, A. (2007). “Brazil: Taming Inflation Expectations”. Banco Central do Brasil. Working Paper Series. nº 129.

BOMFIM, A.; TETLOW, R.; MUEHLEN, P.; WILLIAMS, J. (1997). “Expectations, Learning and the Costs of Disinflation: Experiments using the FRB/US Model”. *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series* nº 42.

ERCEG, C.; LEVIN, A. (2003). “Imperfect Credibility and Inflation Persistence”. *Journal of Monetary Economics*, 50, p. 915-44.

EVANS, G.; HONKAPOHJA, S. (2002). “Monetary Policy, Expectations and Commitment”. European Central Bank Working paper Series n° 124.

HOOKER, M. (2002). “Are Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications versus Changes in Regime”. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 34 (2), p. 540-61.

KILEY, M. (2007). “Inflation Dynamics and Monetary Policy: Comparing Small and Large-Scale Policy Models”. Paper presented at the Federal Reserve System Policy Conference, St. Louis, MO.

LEVIN, A.; NATALUCCI, F.; PIGER, J. (2004). “Explicit Inflation Objectives and Macroeconomic Outcomes”. European Central Bank Working Papers Series n° 383.

MINELLA, A.; FREITAS, P. S.; GOLDFAJN, I.; MUINHOS, M. (2003). “Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility Under Exchange Rate Volatility”. *Journal of International Money and Finance*, 22, p. 1015-1040.

MISHKIN, F. (2007). “Inflation Dynamics”. National Bureau of Economic Research Working Paper n° 13.147.

MELLO, L.; MOCCERO, D. (2006). “Monetary Policy and Inflation Expectations in Latin America: Long-Run Effects and Volatility Spillovers”. OECD Economics Department Working Papers n° 518: OECD Publishing.

ROBERTS, J. (2006). “Monetary Policy and Inflation Dynamics”. *International Journal of Central Banking*, 2, p. 193-230.

ROBERTS, J. (2007). “Learning, Sticky Inflation, and the Sacrifice Ratio”. Mimeo, Federal Reserve Board.

MOHANTY, M.; TURNER, P. (2008). “Monetary Policy transmission in emerging market economies: what is new?”. BIS Papers n° 35.

WOODFORD, M. (2003). “Interest and Prices”. Princeton: Princeton University Press.

Anexo

Notas da 136ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 22 e 23/07/2008

Local: Sala de reuniões do 8º andar (22/07) e do 20º andar (23/07) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 17h00 (22/07) e 16h30 (23/07)

Horário de término: 19h30 (22/07) e 19h00 (23/07)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Alexandre Antonio Tombini
Alvir Alberto Hoffmann
Anthero de Moraes Meirelles
Antonio Gustavo Matos do Vale
Maria Celina Berardinelli Arraes
Mário Gomes Torós
Mário Magalhães Carvalho Mesquita

Chefes de Departamento (presentes no dia 22)

Altamir Lopes – Departamento Econômico
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 23)
Luiz Donizete Felício – Departamento de Operações do Mercado Aberto
José Antonio Marciano – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 22)

Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor de Imprensa
Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria
Eduardo José Araújo Lima – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas
Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria
Maria Goreth Miranda Almeida Paula – Assessora Sênior da Gerência-Executiva de Estudos Especiais
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) avançou em maio e junho, para 0,79% e 0,74%, respectivamente, ante 0,55% em abril. Com isso, a inflação alcançou 3,64% no primeiro semestre de 2008 – a maior variação em seis meses desde maio de 2005 – ante 2,08% em igual período de 2007. Em doze meses, o IPCA continuou em aceleração. De fato, após atingir 5,04% em abril, a inflação se deslocou para 5,58% em maio e 6,06% em junho (3,69% no mesmo mês de 2007). Sob esse critério de comparação, a aceleração do nível de preços ao consumidor reflete essencialmente o comportamento dos preços livres, que subiram

mais rapidamente do que os preços administrados e monitorados por contrato. Com efeito, o incremento dos preços livres e dos administrados alcançou, respectivamente, 7,98% e 1,77% em doze meses até junho, ante 4,10% e 2,78% até junho de 2007. Além disso, note-se que, a despeito da apreciação cambial observada, os preços de bens comercializáveis mostraram aceleração e variaram 7,78% em doze meses até junho (3,14% em junho de 2007). No que se refere aos itens não-comercializáveis, em grande parte impulsionada pelo comportamento dos preços de alimentos *in natura* e de serviços, a inflação acumulada em doze meses foi ainda mais elevada (8,16%), evidenciando a influência de fatores domésticos sobre a dinâmica inflacionária. No caso dos serviços, por exemplo, a inflação, sob esse critério de comparação, se deslocou de 4,95% em junho de 2007 para 5,19% em dezembro e para 5,75% em junho de 2008. Dados preliminares para julho apontam para a continuidade de patamares elevados de inflação ao consumidor, ainda que com certa moderação na margem. Em síntese, desde o final de 2007, a inflação vem se afastando da trajetória das metas.

2. As três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central do Brasil têm evoluído em linha com o comportamento do índice pleno. Os núcleos por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio, pelo critério de médias aparadas com suavização e por médias aparadas sem suavização deslocaram-se de 0,53%, 0,48% e 0,41% em abril, para 0,68%, 0,50% e 0,55% em maio e para 0,55%, 0,49% e 0,48% em junho, respectivamente. Assim como no caso do índice pleno, a inflação acumulada no primeiro semestre de 2008 pelas três medidas de núcleo exibiu sensível elevação frente às taxas verificadas no mesmo período de 2007, com deslocamentos de 2,02%, 1,86% e 1,63% para 3,26%, 2,52% e 2,64%, para o índice por exclusão, médias aparadas com e sem suavização, respectivamente. No que se refere ao acumulado em doze meses, o aumento da inflação plena tem sido acompanhado pelas três medidas de núcleo. Com efeito, o núcleo por exclusão continua a mostrar substancial elevação, deslocando-se de 4,66% em abril para 5,03% em maio e 5,37% em junho. O mesmo ocorreu com o núcleo por médias aparadas com suavização (4,36% em abril, 4,56% em maio e 4,72% em junho), ao passo que o núcleo por

médias aparadas sem suavização avançou de 4,14% em abril para 4,39% em maio e para 4,65% em junho. Com isso, todas as medidas de núcleo encontram-se acima do valor central para a meta de inflação. Cabe destacar, adicionalmente, que o comportamento dos índices de difusão sugere aumento da disseminação do processo inflacionário, corroborando análise em Notas de reuniões anteriores do Comitê.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) avançou de 1,12% em abril para 1,88% em maio e 1,89% em junho. No acumulado em doze meses, a variação do IGP-DI deslocou-se de 10,24% em abril para 12,14% em maio e 13,96% em junho, ante 3,96% em junho de 2007. Em doze meses até junho, o aumento da inflação medida pelo IGP-DI refletiu o comportamento de seus três principais componentes. O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 5,96% (3,98% em junho de 2007), enquanto o Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) teve incremento de 17,90% (3,76% em junho de 2007). Na mesma base de comparação, o Índice Nacional da Construção Civil (INCC) variou 9,13% (5,20% em junho de 2007). No que se refere especificamente ao IPA agrícola, a variação atingiu 37,91% (8,07% no acumulado em doze meses até junho de 2007). Cabe destacar, ainda, a continuidade das pressões altistas sobre os preços industriais no atacado, processo que teve início no segundo semestre de 2007 e que não dá sinais de acomodação. Os preços industriais no atacado tiveram elevação de 8,47% no primeiro semestre de 2008, ante 1,52% em igual período de 2007. Note-se, adicionalmente, que a inflação dos preços industriais no atacado, acumulada em doze meses, subiu de 4,42% em dezembro de 2007 para 11,58% em junho de 2008. Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que 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. Após a última reunião do Copom, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou os dados do Produto Interno Bruto (PIB) no primeiro trimestre de 2008. Os dados mostraram a sustentação de taxas robustas de crescimento no

primeiro trimestre de 2008, quer sob o critério da variação acumulada no ano (5,8%, ante 5,4% no quarto trimestre de 2007), quer no que se refere à comparação interanual (5,8%, ante 6,2% no trimestre anterior). Do ponto de vista da demanda agregada, continua chamando atenção o dinamismo da formação bruta de capital fixo, que cresceu 15,2% ante o primeiro trimestre de 2007. A expansão do consumo das famílias, que tende a ser menos volátil do que o investimento ao longo do ciclo, recuou de 8,6%, sob esse mesmo critério de comparação, no último trimestre de 2007 para ainda bastante robustos 6,6% no primeiro trimestre do corrente ano. Do lado da oferta agregada, tendo o primeiro trimestre de 2007 como base de comparação, foi destaque a elevação do produto industrial (6,9%), liderado pela indústria de transformação (crescimento de 7,3%) e pela construção civil (expansão de 8,8%).

5. A média móvel trimestral da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, avançou 0,1% em maio, após alta de 0,7% no mês anterior. Ainda considerando a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, após a expansão de 0,2% verificada em abril, a produção física da indústria recuou 0,5% em maio, em parte refletindo a distribuição de feriados atípica que vem sendo observada no corrente ano. Note-se, ainda, que a produção da indústria geral mostra crescimento de 6,2% no ano até maio, sendo 6,2% na indústria de transformação e 6,1% na extrativa. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exibiu expansão de 2,4% em maio (mesmo com dois dias úteis a menos), sendo 2,1% na indústria de transformação e 7,2% na extrativa. Os dados já divulgados referentes aos últimos meses apontam, em suma, para a continuidade do ciclo de crescimento industrial, ainda que em ritmo mais moderado e condicionado por eventuais limitações à expansão da oferta.

6. Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de capital recuou 4,9% em maio, após alta de 1,0% em abril. No que se refere às demais categorias de uso, a produção de bens intermediários avançou 0,3%, a de bens de consumo duráveis recuou 1,3% e a de semi e não-duráveis teve alta de 1,3%. Em termos de expansão acumulada no ano, o setor de bens de

capital lidera com 16,3%, seguido pelo setor de bens duráveis (13,7%). A despeito da forte queda ocorrida em maio, ainda não há evidências suficientes de inflexão no processo de expansão da produção de bens de capital, que tem decorrido, principalmente, da consolidação das perspectivas favoráveis à continuidade do crescimento da economia. Por sua vez, o dinamismo da produção de bens duráveis reflete, em grande parte, as condições de crédito, que permanecem mais favoráveis do que o padrão histórico. A existência de sinais apontando pressão sobre a disponibilidade de fatores de produção indica que a acomodação no ritmo de expansão da atividade industrial pode, em boa medida, ser atribuída às restrições da capacidade produtiva, às quais se soma o aumento da penetração de importações.

7. O mercado de trabalho permanece com desempenho bastante favorável. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) recuou de 8,5% em abril para 7,9% em maio. Com isso, a taxa média de desemprego nos primeiros cinco meses do ano foi 1,6 p.p. inferior à observada em igual período de 2007. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, a taxa de desemprego deslocou-se de 8,0% em abril para 7,6% em maio, o menor percentual da série histórica iniciada em 2002. Em maio, o rendimento médio real habitualmente recebido recuou 1,0% ante abril (elevação de 1,5% frente a maio de 2007). Nos primeiros cinco meses do ano, o rendimento médio real teve alta de 2,4%, enquanto o pessoal ocupado cresceu 3,9%. Em consequência, a expansão da massa salarial real atingiu 6,4% (expansão de 6,2% em maio, ante o mesmo mês de 2007), continuando a constituir fator-chave para o crescimento da demanda doméstica. Por sua vez, o emprego na indústria de transformação aumentou 0,2% em maio (ante 0,1% em abril e 0,2% em março), segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central. Comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, o incremento do pessoal empregado atingiu 3,8%, com variação em doze meses alcançando 4,2%. Ainda sobre emprego, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam continuidade da forte expansão do emprego formal celetista neste ano, com a criação de 202,9 mil postos de trabalho em maio e de 309,4 mil em junho. O

saldo de junho significou aumento de 48,9% sobre o recorde anterior para o mês, obtido em 2004 (207,9 mil postos), e de 2,5% sobre o recorde histórico observado em abril de 2007 (301,9 mil postos). No primeiro semestre, o saldo de empregos atingiu o máximo histórico de 1.361,4 mil contratações, evidenciando o aquecimento do mercado de trabalho. Dados dessazonalizados mostram crescimento de 0,7% no nível de emprego formal em junho, e dados observados apontam incremento de 5,8% em doze meses. O setor agrícola foi o que mais admitiu em junho, com a abertura de 92,6 mil postos, melhor desempenho da série para o mês, seguido pelo setor de serviços, com geração de 73,4 mil empregos, resultado também recorde para o período. Já a indústria de transformação abriu 52,2 mil postos, ante 27,8 mil no mesmo período do ano passado, enquanto o comércio abriu 48,2 mil vagas (28,2 mil em junho de 2007) e a construção civil criou 36,8 mil empregos (18,5 mil no mesmo mês de 2007). Além do processo de formalização, esses dados ressaltam o forte dinamismo da procura por mão-de-obra – de fato, o nível de emprego formal acumula crescimento de 6,2% no ano.

8. Em linha com a evolução positiva do mercado de trabalho e com a expansão do crédito, o comércio varejista continua a registrar desempenho favorável e indica que o ritmo de crescimento da demanda doméstica se mantém robusto, sem mostrar sinais consistentes de arrefecimento. O volume de vendas do comércio varejista ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, cresceu 0,8% em maio, após altas de 1,4% em abril e de 1,3% em março. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve crescimento de 11,3%, acumulando 14,2% no ano. A média móvel trimestral do comércio varejista ampliado aumentou 1,2% entre maio e abril, representando o vigésimo quinto mês consecutivo de elevação do indicador. Na comparação com o mês anterior, pela série com ajuste sazonal, destacam-se os setores de equipamentos e material para escritório (5,1%) e outros artigos de uso pessoal e doméstico (2,0%). No ano, o crescimento acumulado foi maior nos segmentos de equipamentos e material para escritório (28,8%), veículos e motos, partes e peças (21,4%) e outros artigos de uso pessoal e doméstico (20,4%). Note-se que, a despeito da elevação dos preços de alimentos, o segmento de

hiper, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo mostra crescimento expressivo sob esse critério de comparação (6,8%). O sólido desempenho do comércio varejista tem, portanto, refletido tanto o comportamento dos segmentos mais sensíveis à expansão da renda e do emprego quanto o daqueles mais sensíveis às condições de crédito. Para os próximos trimestres, a perspectiva é de continuidade do atual ciclo expansionista do comércio varejista, cujos fatores de propulsão continuarão a ser o crescimento dos níveis de emprego e da renda, a expansão do crédito e a manutenção da confiança do consumidor em níveis elevados. Indicadores setoriais, por exemplo, referentes a vendas de automóveis em junho, corroboram essa avaliação.

9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação atingiu 82,7% em maio, apresentando recuo ante a taxa de 83,1% registrada em abril, segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central. Desde março a série dessazonalizada pela própria CNI tem mostrado estabilidade em patamar ligeiramente inferior ao máximo histórico observado em novembro de 2007 (82,97%). Considerando a série sem ajuste sazonal, em maio o Nuci se situou próximo do patamar registrado no mesmo mês de 2007. Com isso, a taxa média dos primeiros cinco meses do ano foi 1,0 p.p. superior à observada em igual período de 2007. Por sua vez, o Nuci mensal sem ajuste sazonal, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), atingiu 86,4% em junho, mostrando forte elevação frente aos 84,7% observados no mesmo mês de 2007. Essa elevação das taxas de utilização da capacidade, na comparação inter-anual, também se verifica na indústria de material de construção (5,1 p.p.), bens de consumo (4,8 p.p.) e bens de capital (3,9 p.p.). Para bens intermediários, o Nuci situou-se 0,2 p.p. abaixo do nível de junho de 2007. A manutenção das taxas de utilização em patamares historicamente elevados manifesta-se em diversos setores e ocorre a despeito dos investimentos ocorridos no setor nos últimos doze meses. É fato que, em maio de 2008, dados ajustados sazonalmente indicaram queda de 3,1% na absorção de bens de capital, influenciada pela redução de 4,9% na produção de bens de capital, a despeito de as importações de bens de capital, favorecidas pelo fim da greve na Receita Federal, terem aumentado 12,6% em volume. No mesmo período, a produção

de insumos para a construção civil registrou alta de 5,8%. Dado que no acumulado do ano a absorção de bens de capital apresentou sólido crescimento (18,8%), consubstanciado no vigoroso incremento das importações (34,0% em volume) e da produção de bens de capital (16,3%), parece ser prematuro considerar o último dado mensal de absorção como sinalização de tendência. No mesmo período, a produção de insumos para a construção civil aumentou 9,3%. Em suma, as evidências sugerem que, embora o investimento venha contribuindo para suavizar a tendência de elevação das taxas de utilização da capacidade, a maturação de projetos não tem, até o momento, sido suficiente para circunscrever de forma significativa os descompassos entre a evolução da oferta e da demanda doméstica. A propósito, como assinalado 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 de serviços para o adequado atendimento à demanda.

10. A balança comercial continua registrando perda de vigor na margem, tendência já antecipada e que está em consonância com avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom. O saldo acumulado nos doze meses até junho totalizou US\$30,8 bilhões (35,2% inferior ao verificado em junho de 2007). Esse resultado adveio de US\$178,1 bilhões em exportações e US\$147,3 bilhões em importações, com crescimentos de 18,7% e de 43,7%, respectivamente, em relação aos doze meses findos em junho de 2007. Como observado em Notas de reuniões anteriores, as importações vêm crescendo em ritmo mais acelerado do que as exportações, em razão tanto do fortalecimento do real como do maior nível de atividade econômica no país, a despeito das elevadas cotações de diversas *commodities* características da pauta exportadora brasileira. A redução dos superávits comerciais contribuiu para que o saldo em transações correntes registrasse deficit de US\$15,2 bilhões em doze meses até maio de 2008, equivalente a 1,1% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos chegaram, nos doze meses até abril, a US\$38,0 bilhões, equivalente a 2,8% do PIB.

11. No que se refere ao cenário externo, cabe notar que a economia mundial continua evidenciando pressões conflitantes. Por um lado, ainda que a atividade econômica tenha, em geral, se mostrado mais forte do que o antecipado na maioria dos países no primeiro semestre, o que em certos casos ensejou revisões positivas nas projeções de crescimento para o ano como um todo, os dados mais recentes apontam para sinais de enfraquecimento, especialmente nas economias maduras, tendência que deve continuar ao longo do segundo semestre. Por outro, a elevação dos preços de matérias primas, e as pressões da demanda aquecida sobre a capacidade de expansão da oferta, que são particularmente evidentes nas economias emergentes, têm levado à forte aceleração da inflação corrente, com conseqüências significativas, em diversos casos, sobre as expectativas inflacionárias. A esse quadro macroeconômico difícil soma-se, no caso dos Estados Unidos (EUA) e, em menor medida, da Europa, uma severa crise financeira. Nesse contexto, ainda que a existência de fortes pressões inflacionárias seja objeto de preocupação para a grande maioria das autoridades monetárias, as reações de política, visando conter a demanda, têm ocorrido de forma pouco sincronizada, situação que tende a persistir. Especificamente, a economia dos EUA entrou em período de estagnação desde o último trimestre de 2007, e continua sofrendo o impacto da crise no setor imobiliário, com efeitos sobre o mercado de trabalho, cujo enfraquecimento, em combinação com a elevação dos preços de derivados de petróleo, afeta a confiança dos consumidores, contribuindo de forma importante para deprimir o dispêndio. Ainda que a influência de estímulos monetários e fiscais possa limitar o risco de uma contração significativa da atividade, o cenário dominante continua apontando para uma recuperação mais consistente apenas a partir de 2009. Mesmo depois de um significativo reforço da base de capital de instituições financeiras relevantes, permanece a incerteza sobre a extensão e a amplitude dos desdobramentos da crise hipotecária americana sobre o sistema bancário nos EUA e na Europa, bem como quanto ao impacto que estes terão sobre as condições de acesso ao crédito por parte de empresas e famílias. A percepção de risco sistêmico voltou a aumentar nas últimas semanas, à medida que os problemas financeiros vêm sendo agravados por uma deterioração cíclica na qualidade do crédito, o que tende a reforçar a contração das

condições financeiras e, por conseguinte, o risco de intensificação da desaceleração. A visão dominante parece ser que a atividade na Europa – a despeito de um desempenho melhor que o esperado nos meses iniciais do ano, ancorado na economia alemã – e no Japão também deve apresentar perda de dinamismo ao longo do segundo semestre. Nas economias centrais, portanto, as perspectivas para a adoção de políticas contracionistas parecem limitadas. Por outro lado, ainda que possa mostrar certa moderação na margem, o crescimento das economias emergentes continua forte e, até agora, aparentemente foi pouco afetado pela crise hipotecária nos EUA, constituindo contraponto aos efeitos da desaceleração das economias maduras. De fato, diante da pressão sobre a disponibilidade de fatores de produção, a elevação da inflação aponta para a continuidade de políticas de contração monetária nas economias emergentes. Nesse contexto, os indicadores de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais tiveram elevação considerável desde a última reunião deste Comitê. Não obstante, as políticas voltadas para reduzir a vulnerabilidade externa da economia têm se mostrado bem sucedidas, contribuindo para mitigar, mas não eliminar, os efeitos das dificuldades que caracterizam o cenário externo sobre a atividade econômica no Brasil, cujo dinamismo vem sendo sustentado essencialmente pela demanda doméstica.

12. O preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, continua altamente volátil e mantém patamares historicamente elevados. Esse comportamento reflete mudanças estruturais no mercado energético mundial, as quais têm impedido a recuperação dos níveis de estoques tradicionalmente observados, além de tensões geopolíticas recorrentes. A despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória dos preços do petróleo, o cenário central de trabalho adotado pelo Copom prevê preços domésticos da gasolina inalterados no restante de 2008, ainda que a probabilidade de se configurar um cenário alternativo seja relevante. Cabe assinalar, entretanto, que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a elevação consistente dos preços internacionais do petróleo se transmite à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto pela deterioração que termina produzindo nas

expectativas de inflação dos agentes econômicos. Os preços de outras *commodities*, especialmente grãos, que mostraram elevação importante desde a última reunião do Copom, a despeito do maior pessimismo sobre as perspectivas para o crescimento da economia mundial, e da turbulência nos mercados financeiros globais, continuam, com poucas exceções, registrando altas no ano.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

13. 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) as projeções de reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão foram mantidas em 0% para o acumulado de 2008;

b) as projeções de reajustes das tarifas de energia elétrica e telefonia fixa permaneceram inalteradas, para o acumulado de 2008, em 1,1% e em 3,5%, respectivamente;

c) a projeção, construída item a item, de reajuste para o conjunto de preços administrados para o acumulado de 2008 foi mantida em 4,0%. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,81% do total do IPCA de junho;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2009 foi alterada para 4,8%, ante os 4,5% utilizados na reunião de junho. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outros, componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a trajetória estimada para o *swap* indica *spread* da taxa de *swap* de 360 dias sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 131 p.b. no quarto trimestre de 2008 e de 87 p.b. no último trimestre de 2009. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis.

14. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta a hipótese de trabalho do cumprimento da meta legal de superavit primário de 3,8% do PIB em 2008 e em 2009, incrementada em 0,5 p.p. As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

15. Desde a última reunião do Copom, realizada em junho, houve considerável elevação na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2008, que passou de 5,48% para 6,53%. As expectativas para o intervalo de doze meses também se elevaram, de 5,01% para 5,44%, levando-se em conta a composição das medianas das taxas mensais esperadas pelos analistas. Para 2009, as expectativas de inflação também mostraram alta, se deslocando de 4,60% para 5,00%.

16. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$1,60 e da taxa Selic em 12,25% em todo o horizonte de previsão, a projeção para a inflação em 2008 elevou-se significativamente em relação ao valor considerado na reunião do Copom de junho e permanece, portanto, acima do valor central de 4,50% para a meta 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 2008 também sofreu forte elevação em relação ao valor considerado na última reunião do Copom e continua posicionada acima do valor central para a meta de inflação. Em relação a 2009, tanto as projeções associadas aos cenários de referência quanto aquelas associadas ao de mercado aumentaram em relação aos valores considerados na reunião de junho, e nos dois casos superaram o valor central de 4,50% para a meta.

Implementação da política monetária

17. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir 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 doméstica continua bastante robusto e responde, ao menos parcialmente, pelas pressões inflacionárias que

têm sido observadas no curto prazo, a despeito do forte crescimento das importações e do comportamento benigno do investimento. Mesmo no contexto de uma desaceleração moderada da economia mundial neste ano e da maior volatilidade que vem caracterizando os mercados globais desde meados de 2007, o Comitê acredita, com as informações disponíveis até o momento, que o balanço de pagamentos não deve apresentar risco iminente para o cenário inflacionário. Em linhas gerais, a influência do cenário externo sobre a trajetória prospectiva da inflação brasileira continua sujeita a efeitos contraditórios e envolta em considerável incerteza. Por um lado, a perspectiva de desaceleração possivelmente mais generalizada da atividade ao longo dos próximos meses aponta para uma acomodação tanto dos preços de *commodities* quanto da demanda externa. Por outro lado, a trajetória recente dos índices de preços, tanto em economias maduras quanto nas emergentes, evidencia a presença de descompassos entre o crescimento da oferta e da demanda, e, conseqüentemente, de riscos inflacionários significativos na economia mundial. Diante da deterioração das perspectivas para a inflação, em ambiente de maior incerteza, o Comitê avalia que o risco de materialização de um cenário inflacionário menos benigno segue se elevando. O Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos sejam preservados. Em particular, cabe à política monetária atuar para que impactos inicialmente localizados sobre os índices de inflação, parcialmente derivados de ajustes de preços relativos que ocorrem em escala global, não levem, por meio de uma piora das expectativas, a uma deterioração persistente da dinâmica inflacionária. O Comitê entende que a preservação da estabilidade monetária é condição necessária para que o sistema de preços relativos continue sinalizando eficientemente os ajustes necessários nos padrões de consumo e produção vigentes na economia.

18. O Copom considera que se elevou a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação, uma vez que o aquecimento da demanda doméstica e do mercado de fatores, bem como a possibilidade do surgimento de restrições de oferta setoriais, podem estar ensejando aumento no repasse

de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. O Comitê avalia que as perspectivas para esse repasse, bem como para a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, dependem de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação, que mostraram elevação significativa nas últimas semanas e que continuam sendo monitoradas com particular atenção. Adicionalmente, cabe notar que, embora o setor externo exerça alguma disciplina sobre a inflação no setor de transacionáveis, os preços das importações têm se elevado com intensidade. Além disso, o aquecimento da demanda doméstica pode desencadear pressões inflacionárias mais intensas no setor de não transacionáveis, por exemplo, nos preços dos serviços. Nesse contexto, o Copom conduzirá suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes. Para tanto, irá acompanhar atentamente a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, assim como das expectativas de inflação dentro do horizonte de projeção, estando pronto a ajustar a postura de política monetária de forma a evitar a consolidação de um cenário no qual reajustes pontuais se transformem em reajustes persistentes ou generalizados de preços.

19. 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 Copom avalia que a persistência de uma atuação cautelosa e tempestiva da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que, mesmo diante de pressões inflacionárias em escala global, a inflação no Brasil volte a evoluir 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 da oferta agregadas, converjam ao longo do período relevante para a política monetária.

20. O Copom considera fundamental ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus

efeitos tanto sobre o nível de atividade como sobre a inflação. 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.

21. Ao longo dos próximos meses, o crescimento do crédito, ainda que com alguma moderação, ocasionada pela elevação dos custos de captação, e a expansão da massa salarial real devem continuar impulsionando a atividade econômica. A esses fatores de sustentação da demanda devem ser acrescidos os efeitos das transferências governamentais esperadas para este e para os próximos trimestres, ainda que, conforme destacado na Nota da reunião anterior, em intensidade menor do que se antecipava anteriormente. Essas considerações se tornam ainda mais relevantes quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda doméstica aquecida, a disseminação de pressões derivadas de ajustes de preços relativos, e o fato de que as decisões de política monetária terão impactos concentrados nos meses finais de 2008 e em 2009.

22. O Comitê assinala a importante contribuição do investimento para ampliar a capacidade produtiva. Note-se, adicionalmente, que uma possível acomodação dos preços de *commodities*, da qual surgiram evidências preliminares nas últimas semanas, poderia contribuir para evitar que as pressões inflacionárias se intensifiquem ainda mais. Entretanto, o Copom avalia que o ritmo de expansão da demanda doméstica, que deve continuar sendo sustentado, entre outros fatores, pelo crescimento da renda e do crédito, continua colocando riscos importantes para a dinâmica inflacionária. Nesse contexto, a redução pronta e consistente do descompasso entre o crescimento da oferta de bens e serviços e o da demanda continua sendo central na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

23. A evidência internacional, bem como a experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, ao encurtamento dos horizontes de planejamento e, conseqüentemente, à redução do potencial de crescimento da economia,

além de ter efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. Além disso, nas atuais circunstâncias, existe o risco de que os agentes econômicos passem a atribuir maior probabilidade a que elevações da inflação sejam persistentes, o que implicaria redução da eficácia da política monetária. Assim sendo, a estratégia adotada pelo Copom visa trazer a inflação de volta à meta central de 4,5%, estabelecida pelo CMN, tempestivamente, isto é, já em 2009. Tal estratégia leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária.

24. O Copom avalia que, diante dos sinais de aquecimento da economia, como ilustram a aceleração dos preços no atacado e a trajetória dos núcleos de inflação, e da rápida elevação das expectativas de inflação, são relevantes os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltaria a evoluir de forma consistente com a trajetória das metas. De fato, a deterioração do cenário prospectivo se manifesta nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê. O Copom considera, também, que a persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas vem exacerbando o risco para a dinâmica inflacionária. Nessas circunstâncias, a política monetária deve atuar vigorosamente, enquanto o balanço dos riscos para a dinâmica inflacionária assim o requerer, por meio do ajuste da taxa básica de juros, para, por um lado, reduzir tal descompasso e, por outro, evitar que pressões originalmente isoladas sobre os índices de preços levem à deterioração persistente das expectativas e do cenário prospectivo para a inflação.

25. Nesse contexto, avaliando o cenário macroeconômico e com vistas a promover tempestivamente a convergência da inflação para a trajetória de metas, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic para 13,00% ao ano, sem viés.

26. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação, a análise de diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica prospectiva dos preços e o balanço dos riscos associado às

suas projeções. A demanda doméstica continua se expandindo a taxas robustas e sustenta o dinamismo da atividade econômica, inclusive em setores pouco expostos à competição externa, quando os efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda, ainda estão agindo sobre a economia. Por sua vez, a contribuição do setor externo para um cenário inflacionário favorável, diante do forte ritmo de expansão da demanda doméstica, e do crescimento das pressões inflacionárias globais, tornou-se menos efetiva, em um momento no qual os efeitos do investimento sobre a capacidade produtiva da economia ainda precisam se consolidar. Nesse ambiente, cabe à política monetária atuar de forma a evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos. Evidentemente, na eventualidade de se verificar alteração no perfil de riscos que implique modificação do cenário prospectivo básico traçado para a inflação pelo Comitê neste momento, a postura da política monetária será prontamente adequada às circunstâncias.

27. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 9 de setembro de 2008, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 16.051, de 3/9/2007.

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Inflação

28. O IPCA variou 0,74% em junho, apresentando desaceleração em relação aos resultados do IPCA-15 de junho e do IPCA de maio, 0,90% e 0,79%, respectivamente. Por sua vez, o grupo alimentação e bebidas, com variação de 2,11%, respondeu por 0,47 p.p. da taxa no mês, mostrando aceleração da tendência de alta em relação aos resultados de abril e maio. Os preços livres aumentaram 0,96% em junho, ante 1,02% no mês anterior, registrando-se elevações de 1,19% nos preços dos produtos comercializáveis e de 0,75% nos dos não-comercializáveis. Os preços monitorados aumentaram 0,22%, ante 0,26% em maio. O índice de difusão atingiu 67,19% em junho, ante 71,35% em maio, com média de 63,67% em

2008. Em doze meses, o IPCA acumulou expansão de 6,06% em junho, ante 5,58% em maio, resultado de elevações de 7,98% nos preços livres e de 1,77% nos preços monitorados.

29. As taxas dos núcleos de inflação referentes ao IPCA registraram desaceleração no mês, mas apresentaram elevação em doze meses. O núcleo por exclusão (sem alimentos no domicílio e monitorados) variou 0,55% em junho ante 0,68% em maio, acumulando alta de 5,37% em doze meses, ante 5,03% no mês anterior. A variação do núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,55% em maio para 0,48% em junho, e a variação em doze meses subiu de 4,39% para 4,65% no mesmo período. Pelo critério de médias aparadas com suavização, o núcleo alcançou 0,49% em junho, ante 0,50% em maio, totalizando alta de 4,72% em doze meses, ante 4,56% em maio.

30. O IGP-DI cresceu 1,89% em junho, ante 1,88% em maio, acumulando 13,96% em doze meses. Dos componentes do índice, apenas o IPA mostrou aceleração no mês, 2,29% ante 2,22% em maio, atingindo 17,90% em doze meses. O IPC-Br variou 0,77%, após alta de 0,87% em maio, acumulando elevação de 5,96% em doze meses. O INCC subiu 1,92% em junho, ante 2,02% no mês anterior, acumulando alta de 9,13% em doze meses.

31. A menor variação do IPC-M em junho refletiu, principalmente, a desaceleração na taxa dos grupos alimentação e saúde e cuidados pessoais, que apresentaram variações respectivas de 1,85% e 0,58%, ante 2,33% e 0,81% no mês anterior. O núcleo do IPC-Br variou 0,44%, repetindo o resultado de maio e acumulando elevação de 3,75% em doze meses.

32. O maior aumento do IPA, em junho, refletiu a alta mais expressiva dos preços agrícolas, enquanto os preços industriais mostraram desaceleração. O IPA-agrícola subiu 3,88%, ante 2,47% em maio, acumulando variação de 37,91% em doze meses. O IPA-industrial cresceu 1,69%, ante 2,13% em maio, totalizando 11,58% em doze meses. Por estágios de processamento, o IPA acusou aceleração na variação mensal de junho nos preços dos bens intermediários e das matérias-primas brutas, 2,59% e 3,33%, respectivamente, ante 2,32% e 2,96% no

mês anterior, na mesma ordem. Os preços dos bens finais revelaram desaceleração, com alta de 0,99% em junho, ante 1,45% em maio. Em doze meses, ainda considerando o IPA por estágios de processamento, registraram-se elevações de 13,92%, 38,89% e 8,75%, respectivamente.

33. Resultados parciais de julho, apresentados pelo IGP-10 e pelo IPC-S, apontaram continuidade da desaceleração dos preços industriais no atacado, da construção civil e ao consumidor, particularmente da alimentação, enquanto os preços agrícolas no atacado mostraram nova pressão altista, influenciados pelos itens soja, bovinos e milho.

Atividade econômica

34. De acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE, o volume de vendas varejistas aumentou 0,6% em maio, em relação ao mês anterior. Considerado o conceito ampliado, que incorpora os segmentos de material de construção e veículos e motos, partes e peças, o acréscimo na comparação mensal atingiu 0,8%. Sete dos dez segmentos pesquisados pelo IBGE registraram elevações, destacando-se as de 5,1% nas vendas de equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, de 2% nas de outros artigos de uso pessoal e doméstico, e de 1,1% nas de hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo. As vendas de tecidos, vestuário e calçados recuaram 1% e as de veículos permaneceram estáveis no mês.

35. Considerando-se as comparações entre idênticos períodos de 2008 e 2007, o acréscimo nas vendas atingiu 11,3% em maio, no conceito ampliado, acumulando 14,2% no ano. Houve crescimento generalizado em todos os segmentos nessas duas formas de comparação, com ênfase naqueles mais diretamente influenciados pela oferta de crédito, como equipamentos e material para escritório, informática e comunicação; veículos, motos, partes e peças; e móveis e eletrodomésticos.

36. Segundo dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista e dessazonalizados pelo Banco Central, as consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC)

e aquelas direcionadas ao Usecheque aumentaram 0,6% e 0,3%, respectivamente, em junho, em relação ao mês anterior. Na comparação com o primeiro semestre de 2007, registraram-se altas respectivas de 7,3% e de 6,6%.

37. Quanto aos indicadores de investimento, a produção interna de bens de capital recuou 4,9%, enquanto a produção de insumos para a construção civil cresceu 5,8% em maio, comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal. Na comparação com maio de 2007, esses indicadores cresceram 5,8% e 6,4%, respectivamente. Relativamente à produção de bens de capital, a queda na comparação com abril esteve relacionada ao comportamento dos subsetores seriados para fins industriais, equipamentos de transporte e bens de uso misto. Em relação a maio de 2007, a evolução positiva refletiu, principalmente, a expansão dos segmentos de máquinas agrícolas, 24,1%, e de equipamentos para transportes, 11,2%.

38. As importações de bens de capital cresceram 12,2% em maio, em relação a abril, de acordo com dados de *quantum* da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizados pelo Banco Central. Essas compras, ratificando a trajetória expansionista dos investimentos na economia brasileira, elevaram-se 35,3% em relação a maio de 2007.

39. Indicadores da CNI referentes a maio, dessazonalizados pelo Banco Central, apontaram recuo da atividade industrial em relação a abril, com quedas de 1% e 0,6% no faturamento real e nas horas trabalhadas na produção, respectivamente. Em comparação a maio e aos primeiros cinco meses de 2007, o faturamento real aumentou 5,3% e 7,9%, respectivamente, e as horas trabalhadas na produção, 2,7% e 5,8%, na mesma ordem. O Nuci atingiu 82,7% em maio, 0,4 p.p. abaixo do nível de abril, considerados dados dessazonalizados, e manteve-se praticamente estável na comparação com maio de 2007, em 83,2%.

40. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção física da indústria registrou queda de 0,5% em maio, na série dessazonalizada, comparativamente a abril. Dezesesseis das 27 atividades pesquisadas registraram recuo da produção física no

mês, enquanto por categorias de uso, destacaram-se as quedas de 4,9% em bens de capital, após quatro meses seguidos em ascensão, e de 1,3% em bens de consumo duráveis. A produção de bens intermediários aumentou 0,3% e a de bens de consumo semi e não-duráveis, 1,3%. Em comparação com o mesmo mês de 2007, houve aumento da produção em todas as categorias de uso em maio, mas as taxas de expansão foram bem inferiores às dos meses anteriores, principalmente pela ocorrência de dois dias úteis a menos em maio deste ano ante maio de 2007. Nos primeiros cinco meses de 2008, comparativamente a igual período do ano anterior, a produção industrial cresceu 6,2%, destacando-se as taxas de crescimento em bens de capital e bens de consumo duráveis, 16,3% e 13,7%, respectivamente. No mesmo período, os acréscimos nas produções de bens intermediários e de bens de consumo semi e não-duráveis alcançaram 5,2% e 1,8%, na ordem. Considerando a expansão da atividade industrial em períodos de doze meses, a taxa de expansão passou de 6,9% em abril para 6,7% em maio, denotando ligeira desaceleração na margem, em parte pelo fato de que este ano o feriado de *Corpus Christi* ocorreu em maio e não em junho, como nos últimos dois anos.

41. A produção de automóveis atingiu 303,8 mil unidades em junho, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), elevando-se 15% em relação ao mesmo mês do ano anterior. Considerando dados dessazonalizados, a produção do setor ficou estável em relação a maio, com acréscimo de 1,8% na produção de caminhões e quedas nos segmentos de ônibus e automóveis, respectivamente. A produção de máquinas agrícolas aumentou 12,3% na mesma base de comparação. No primeiro semestre de 2008, a produção de automóveis aumentou 22% e a de máquinas agrícolas, 38,7%, comparativamente ao primeiro semestre de 2007. No mesmo período, as vendas totais de automóveis cresceram 20,3%, com expansão de 28,1% nas vendas internas e recuo de 0,7% nas exportações.

42. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), realizado em junho pelo IBGE, a área plantada em 2008 deverá atingir 47,1 milhões de hectares, 3,9% superior à de 2007. A safra de grãos foi estimada em 143,6 milhões de toneladas, 7,9% superior à do ano anterior. Esse

resultado incorpora aumentos de 11% na produção de arroz, 10,7% na de milho e 3,2% na de soja, culturas que respondem, conjuntamente, por cerca de 90% da produção de grãos e ocupam 82% da área plantada. O LSPA estimou ainda acréscimos de 14% na produção de cana-de-açúcar, com expansão de 13% na área plantada, e de 27,3% na produção de café, efeito da recuperação cíclica bianual da produtividade.

Expectativas e sondagens

43. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP) registrou recuo de 8% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em julho, em relação ao mês anterior, resultado de retrações de 7,9% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) e de 8% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC). O ICC elevou-se 0,9% em relação a julho de 2007, traduzindo expansões de 1,7% no IEC e retração de 0,2% no Icea.

44. A Sondagem de Expectativas do Consumidor da FGV registrou recuo de 6,5% no ICC em junho, em relação ao mês anterior. Tanto as avaliações sobre a situação atual quanto as expectativas em relação aos próximos meses tornaram-se desfavoráveis em relação ao registrado observado no mês anterior, com quedas respectivas de 6,3% e de 6,6%. Em relação aos índices de junho de 2007, a Sondagem registrou quedas de 1,7% no ICC e de 6% no Índice das Expectativas, enquanto o Índice da Situação Atual revelou expansão de 6,6%.

45. Ainda segundo a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) atingiu 121,8 pontos em junho ante 119,9 em maio. O indicador situou-se 3,5 p.p. acima do nível registrado em igual mês de 2007, refletindo as elevações de 3,7 p.p. no componente relativo à situação atual e de 3,4 p.p. no componente relativo às expectativas.

46. Conforme a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, o Nuci atingiu 86,4% em junho deste ano, superando em 0,8 p.p. o registrado no mês anterior, com destaque para o acréscimo de 1,9 p.p. observado no segmento bens de capital, que alcançou 89,4%. Em relação a junho de 2007, a elevação do Nuci situou-se em 1,7 p.p., com aumentos de 5,1 p.p. em materiais de construção,

4,8 p.p. em bens de consumo e 3,9 p.p. em bens de capital, enquanto o segmento de bens intermediários registrou recuo de 0,2 p.p.

Mercado de trabalho

47. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 309,4 mil postos de trabalho formais em junho de 2008, acumulando 1.361,4 mil novos empregos no primeiro semestre do ano. Os dados dessazonalizados indicaram crescimento mensal de 0,7% no nível de emprego, com aumento em todos os setores, destacando-se a construção civil, com taxa de expansão de 1,3%, e a agropecuária, pelo número de vagas criadas no mês, 92,6 mil.

48. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto atingiu 7,9% da População Economicamente Ativa (PEA), em maio, ante 8,5% no mês anterior e 10,1% em maio de 2007. O recuo da taxa de desemprego de abril para maio refletiu o aumento de 89 mil trabalhadores ocupados e a redução de 60 mil trabalhadores que se retiraram do mercado de trabalho. Em relação a maio do ano passado, a ocupação cresceu 4,6%, enquanto a PEA aumentou 2,1%. Considerando o contingente de pessoal ocupado por posição na ocupação, o número de trabalhadores do setor privado aumentou 0,4% de abril para maio, representando 53 mil postos de trabalho, a maior parte (45 mil) em empregos sem carteira. O número de trabalhadores por conta própria cresceu 0,45%, enquanto o número de empregadores diminuiu 3,1%. Em relação a maio de 2007, os trabalhadores com carteira no setor privado lideraram o crescimento da ocupação, com alta de 9,5%, os empregadores e os trabalhadores por conta própria aumentaram 4,3% e 0,6%, respectivamente, enquanto o número de empregados sem carteira recuou 0,9%.

49. De acordo com a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas diminuiu 1% em maio, em relação a abril, e aumentou 2,4% no ano, mantendo alta de 1,5%, comparativamente a maio de 2007. A massa salarial real recuou 0,5% em maio ante o mês anterior e cresceu 6,4% no ano, situando-se 6,2% acima da verificada em maio de 2007.

50. O contingente de pessoal empregado na indústria aumentou 0,2% em maio, na comparação com abril, conforme estatísticas da CNI dessazonalizadas pelo Banco Central. Na comparação com maio de 2007, o pessoal empregado e a massa salarial real paga pelo setor industrial cresceram 3,8% e 4%, respectivamente. Nos primeiros cinco meses de 2008, observaram-se acréscimos de 4,5% no pessoal empregado e de 5,6% na massa salarial real paga pelo setor industrial, ante mesmo período de 2007.

Crédito e inadimplência

51. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro cresceu 2,6% em maio, acumulando expansão de 32,4% em doze meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as operações com recursos livres cresceram 2,9% e 36,1%, respectivamente, e as realizadas com recursos direcionados, 1,9% e 24%. Entre as operações de crédito com recursos livres, registre-se a manutenção do dinamismo das operações de arrendamento mercantil, cujos saldos contratados nos segmentos de pessoas físicas e pessoas jurídicas elevaram-se, na ordem, 128,6% e 86,9%, em doze meses. Entre as operações com recursos direcionados, assinalem-se, na mesma base de comparação, as expansões nos créditos destinados à habitação, 26,5%, e ao setor rural, 21,9%. Considerada a segmentação por atividade econômica, o saldo dos empréstimos à indústria registrou, em maio, aumentos de 1,6% em relação a abril e de 38,2% em doze meses.

52. A taxa média de juros ativa incidente sobre as operações de crédito referenciais atingiu 37,6% a.a. em maio, ante 37,4% a.a. em abril e 37,2% a.a. em maio do ano anterior. As taxas médias situaram-se em 47,4% a.a. nas operações com pessoas físicas e em 26,9% a.a. nos empréstimos contratados com pessoas jurídicas, comparativamente a 48,4% e 24,3%, respectivamente, em maio de 2007.

53. O prazo médio das operações de crédito referenciais situou-se em 370 dias em maio, mantendo-se praticamente estável desde janeiro, quando superou, pela primeira vez, a marca de um ano. Nas operações com pessoas jurídicas, o prazo médio atingiu 299 dias, enquanto nas operações

realizadas com pessoas físicas, 457 dias, ante 252 dias e 398 dias, respectivamente, em maio de 2007.

54. A taxa de inadimplência das operações de crédito referenciais, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, situou-se em 4,2% em maio, recuando 0,6 p.p. em relação ao mês correspondente de 2007. Por segmentos, as taxas relativas a operações com pessoas jurídicas e pessoas físicas atingiram, na ordem, 1,8% e 7,3%, comparativamente a 2,6% e 7,2% em maio de 2007.

55. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, atingiu 5,7% em junho, ante 5,1% no mesmo mês do ano anterior. No primeiro semestre, a taxa média situou-se em 7,1%, ante 6,7% no mesmo período de 2007.

Ambiente externo

56. O aumento da inflação permanece como pano de fundo no cenário internacional, adicionando incertezas ao ambiente em que predomina a desaceleração do crescimento econômico. Além da retomada das turbulências do setor financeiro, da apreensão com a solvência dos bancos e companhias hipotecárias, há preocupações sobre a possibilidade de contágio mais acentuado nos mercados emergentes. Os mercados de *commodities*, incluindo petróleo, permanecem sólidos em razão da forte demanda e da oferta pressionada.

57. As taxas de inflação vêm atingindo os mais altos patamares das últimas décadas em bases anuais e mensais, devido à alta dos preços dos alimentos e da energia, preocupando os bancos centrais diante da possibilidade de propagação dessas altas para salários e expectativas. O sentimento empresarial na maioria dos países continua sendo de cautela, enquanto as expectativas dos consumidores vêm se deteriorando. Os índices dos mercados acionários declinaram para *bear market*, levantando preocupações de que os choques gerados pela crise das hipotecas de alto risco podem levar a economia norte-americana para uma desaceleração mais acentuada, limitando o crescimento global.

58. A economia norte-americana continua enfrentando incertezas quanto à perspectiva dos mercados, da

economia e da inflação. A liquidez das grandes financiadoras de hipotecas esteve sob observação, levando as autoridades federais a aprovarem um plano para ajudá-las. Segundo visão do *Federal Reserve*, há maior preocupação com a inflação do que com o crescimento da economia, embora ainda se observem riscos significativos de baixa do crescimento. O índice de preços ao consumidor (CPI) avançou 1,1% em junho, frente a maio, na maior alta mensal desde junho de 1982.

59. No Japão e na Área do Euro, o crescimento econômico está desacelerando, principalmente devido aos efeitos dos elevados preços de energia e matérias-primas. Embora mantendo uma velocidade muito superior à média mundial, a economia chinesa também desacelerou no primeiro semestre deste ano, com o PIB aumentando 10,4% no primeiro semestre, ante 12,2% registrados em igual período de 2007. No segundo trimestre de 2008, o crescimento atingiu 10,1%, ante 10,6% no primeiro e 11,9% no mesmo período de 2007.

Comércio exterior e reservas internacionais

60. O saldo da balança comercial atingiu US\$2,7 bilhões em junho, acumulando superávits de US\$11,4 bilhões no ano e de US\$30,8 bilhões em doze meses. No primeiro semestre, as exportações atingiram US\$90,6 bilhões e as importações, US\$79,3 bilhões, com expansões respectivas de 24,8% e de 51,8%, comparativamente ao mesmo período de 2007. A corrente de comércio atingiu o valor recorde de US\$169,9 bilhões no primeiro semestre, acumulando US\$325,3 bilhões em doze meses, também recorde na série histórica.

61. Em junho, as exportações atingiram US\$18,6 bilhões, o que representou média diária de US\$885,4 milhões, 35% superior à observada no mês correspondente de 2007. As importações registraram US\$15,9 bilhões, ou média diária de US\$756 milhões, 62,6% superior às de junho do ano anterior.

62. As reservas internacionais totalizaram US\$200,8 bilhões em junho, com aumentos de US\$2,9 bilhões no mês e de US\$20,5 bilhões na comparação com o final do ano anterior.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

63. Desde a reunião do Copom de junho, as taxas de juros futuros apresentaram elevação em todos os prazos. No cenário externo, o preço do petróleo atingiu níveis historicamente elevados e continuaram as preocupações com a saúde financeira de instituições bancárias nos Estados Unidos, que ocasionaram um aumento da aversão a risco. No âmbito interno, a persistência dos índices de inflação corrente em patamares elevados e a continuidade da deterioração das expectativas inflacionárias também contribuíram para a alta das taxas de juros. No período de 2 de junho a 21 de julho, as taxas de um, de três e de seis meses subiram, respectivamente, 0,58 p.p., 0,62 p.p. e 0,68 p.p. As taxas para os prazos de um, dois e três anos se elevaram em 0,77 p.p., 0,82 p.p. e 0,75 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 8,66%, em 2 de junho, para 8,79%, em 21 de julho.

64. Em 27 de junho, o Banco Central realizou leilão de *swap* cambial reverso para a rolagem da posição líquida do mês de julho. Essa operação alcançou o montante equivalente a US\$1,5 bilhão.

65. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, no período de 3 de junho a 21 de julho, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de cinco e de sete meses. O saldo diário médio do estoque dessas operações alcançou R\$72,8 bilhões, dos quais R\$51,4 bilhões em operações de sete meses. No mesmo período, o Banco Central atuou em 39 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo. 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\$37,0 bilhões. Além disso, em 5, 11, 18 e 25 de junho e 1º e 9 de julho, o Banco Central tomou recursos com prazos de onze a 35 dias úteis, nos montantes de R\$114,8 bilhões, R\$9,0 bilhões, R\$13,4 bilhões, R\$9,0 bilhões, R\$39,2 bilhões e R\$37,7 bilhões, respectivamente. No período, o saldo

diário médio para essas operações tomadoras de curto prazo foi de R\$155,1 bilhões.

66. Entre 3 de junho e 21 de julho, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos leilões tradicionais somaram R\$34,8 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$12,5 bilhões, sendo R\$7,7 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) de vencimento em 2008, 2009 e 2010, e R\$4,8 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) de vencimento em 2012, 2014 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$18,0 bilhões, com a colocação de títulos de vencimento em 2012 e 2014. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos de vencimento em 2011, 2013,

2017, 2024, 2035 e 2045, em um montante total de R\$4,3 bilhões.

67. No mesmo período, o Tesouro realizou leilões de venda de LTN de vencimento em julho e outubro de 2009, conjugada com a compra de LTN de vencimento em julho e outubro de 2008, em um total de R\$0,3 bilhão. As vendas de NTN-B liquidadas mediante a entrega de outros títulos somaram R\$6,1 bilhões e envolveram títulos de vencimento em 2011, 2013, 2017, 2024, 2035 e 2045. O Tesouro efetuou, também, leilões de venda de LFT de vencimento em 2012 e 2014, no montante de R\$3,2 bilhões, aceitando como pagamento LFT de vencimento em 2008, e leilões de compra de LTN e de NTN-B, que alcançaram R\$2,4 bilhões e R\$31 milhões, respectivamente.

Notas da 137ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 09 e 10/09/2008

Local: Sala de reuniões do 8º andar (09/09) e do 20º andar (10/09) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 17h20 (09/09) e 17h (10/09)

Horário de término: 19h30 (09/09) e 20h10 (10/09)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente
Alexandre Antonio Tombini
Alvir Alberto Hoffmann
Anthero de Moraes Meirelles
Antonio Gustavo Matos do Vale
Maria Celina Berardinelli Arraes
Mário Gomes Torós
Mário Magalhães Carvalho Mesquita

Chefes de Departamento (presentes no dia 09)

Adriana Soares Sales – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Altamir Lopes – Departamento Econômico

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 10)
João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto
Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento de Operações das Reservas Internacionais
Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 09)

Alexandre Pinheiro de Moraes Rego – Assessor de Imprensa
Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria
Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas
Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria
José Linaldo Gomes de Aguiar – Secretário-Executivo
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) recuou em julho e agosto, para 0,53% e 0,28%, respectivamente, ante 0,74% em junho. Com isso, a inflação alcançou 4,48% nos primeiros oito meses de 2008 – a maior variação nesses meses desde 2004 – ante 2,80% em igual período de 2007. Em doze meses, o IPCA mostrou a primeira desaceleração desde outubro de 2007. De fato, após atingir 6,06% em junho, a inflação se deslocou para 6,37% em julho e 6,17% em agosto (4,18% no mesmo mês de 2007). Sob esse critério de comparação, a aceleração do nível de preços ao consumidor reflete essencialmente o comportamento dos preços livres, que subiram mais rapidamente do que os preços administrados e monitorados por contrato. Com efeito, o incremento dos preços livres e dos administrados alcançou, respectivamente, 7,64% e 2,84% em doze meses até agosto, ante 5,00% e 2,37% até agosto de 2007. Além disso, note-se que, a despeito da apreciação cambial observada, os preços de bens comercializáveis mostraram aceleração e variaram 6,82% em doze meses até agosto (4,82% em agosto de 2007). No que se refere aos itens não comercializáveis, em grande parte impulsionada pelo comportamento dos preços de alimentos *in natura* e de serviços, a inflação acumulada em doze meses foi ainda mais elevada (8,41%), evidenciando a influência de fatores domésticos sobre a dinâmica inflacionária. No caso dos serviços, por exemplo, a inflação, sob esse critério de comparação, deslocou-se de 4,98% em agosto de 2007 para 5,19% em dezembro e para 5,91% em agosto de 2008. Evidências preliminares relativas a setembro apontam inflação ao consumidor em patamar similar ao observado em agosto, porém acima do verificado em setembro de 2007. Em síntese, a despeito de certa melhora na dinâmica inflacionária na margem, ainda não se consolidou o processo de reversão da tendência de progressivo afastamento da inflação em relação à trajetória de metas, que vinha se verificando desde o final de 2007.

2. As três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central do Brasil têm, ainda que não de maneira uniforme, evoluído em linha com o índice pleno. Os núcleos por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio, pelo critério de médias aparadas com suavização e por médias aparadas sem

suavização, deslocaram-se de 0,55%, 0,49% e 0,48% em junho, para 0,39%, 0,36% e 0,43% em julho e 0,50%, 0,36% e 0,42% em agosto, respectivamente. Assim como no caso do índice pleno, a inflação acumulada nos primeiros oito meses de 2008 pelas três medidas de núcleo exibiu sensível elevação frente às taxas verificadas no mesmo período de 2007, com deslocamentos de 2,45%, 2,47% e 2,24% para 4,18%, 3,26% e 3,52%, para o índice por exclusão, médias aparadas com e sem suavização, respectivamente. No que se refere ao acumulado em doze meses, o núcleo por exclusão continua a mostrar substancial elevação, deslocando-se de 5,37% em junho para 5,71% em julho e para 5,87% em agosto. Já os núcleos por médias aparadas, com e sem suavização, mostram relativa estabilidade, sob esse critério, nos últimos meses. O núcleo por médias aparadas com suavização se deslocou de 4,72% em junho para 4,89% em julho e para 4,85% em agosto, ao passo que o núcleo por médias aparadas sem suavização avançou de 4,65% em junho para 4,93% em julho e para 4,92% em agosto. Com isso, todas as medidas de núcleo continuam encontrando-se acima do valor central para a meta de inflação. Cabe destacar, adicionalmente, que o comportamento do índice de difusão do IPCA, cuja média no ano é a maior desde 2004, continua apontando para um processo inflacionário relativamente disseminado, corroborando análise constante em Notas de reuniões anteriores do Comitê.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) se deslocou de 1,89% em junho para 1,12% em julho e -0,38% em agosto (a primeira deflação mensal desde março de 2006). No acumulado em doze meses, a variação do IGP-DI subiu de 13,96% em junho para 14,81% em julho, mas recuou para 12,80% em agosto, ante 5,19% em agosto de 2007. A aceleração do IGP-DI em doze meses até agosto refletiu o comportamento de seus três principais componentes. O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 5,93% (4,47% em agosto de 2007), enquanto o Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) teve incremento de 15,70% (5,49% em agosto de 2007). Na mesma base de comparação, o Índice Nacional da Construção Civil (INCC) variou 11,40% (5,05% em agosto de 2007). No que se refere especificamente ao IPA agrícola, a variação atingiu 22,51% (14,87% em agosto de 2007). Cabe

destacar, ainda, a continuidade das pressões alistas sobre os preços industriais no atacado, processo que teve início no segundo semestre de 2007 e que não dá sinais consistentes de acomodação. Nos primeiros oito meses do ano, os preços industriais no atacado tiveram elevação de 10,87%, ante 2,12% em igual período de 2007. Note-se, adicionalmente, que a inflação dos preços industriais no atacado, acumulada em doze meses, subiu de 4,42% em dezembro de 2007 para 13,37% em agosto de 2008. Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que 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. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou os dados do Produto Interno Bruto (PIB) do segundo trimestre de 2008. Os dados mostraram a sustentação de taxas robustas de crescimento, quer sob o critério da variação acumulada no ano (6,0%, ante 5,9% no trimestre anterior), quer no que se refere à comparação interanual (6,1%, ante 5,9% no trimestre anterior). Do ponto de vista da demanda agregada, continua chamando atenção o dinamismo da formação bruta de capital fixo, que cresceu 16,2% ante o segundo trimestre de 2007. A expansão do consumo das famílias, que tende a ser menos volátil do que o investimento ao longo do ciclo, também foi significativa, 6,7% em comparação com o segundo trimestre de 2007. Com isso, a contribuição da absorção doméstica para o crescimento do produto manteve-se próxima a 8,5%, em linha com o observado no primeiro trimestre do ano, e bem acima da contribuição de 6,9% observada ao final de 2007. Do lado da oferta agregada, tendo o segundo trimestre de 2007 como base de comparação, a expansão do produto industrial alcançou 5,7%, com a indústria de transformação crescendo 4,8%, e a construção civil, 9,9%. Contudo, o grande destaque foi a expansão de 7,1% da produção agropecuária. A variação do deflator do PIB a preços de mercado acelerou de 5,0%, sob o critério interanual, no primeiro trimestre, para 6,3% no segundo, em linha com a aceleração inflacionária observada no período.

5. A média móvel trimestral da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados

pelo IBGE, avançou 1,1% em julho, após alta de 0,8% no mês anterior. Ainda considerando a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, após a expansão de 2,8% verificada em junho, a produção física da indústria avançou 1,0% em julho, desempenho que em parte se explica pela distribuição atípica de dias úteis no corrente ano. Note-se, ainda, que a produção da indústria geral mostra crescimento de 6,6% no ano até julho, sendo 6,5% na indústria de transformação e 6,8% na extrativa. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exibiu expansão de 8,5% em julho (contando com um dia útil a mais), o mesmo patamar observado na indústria de transformação e na extrativa. Os dados já divulgados referentes aos últimos meses apontam, em suma, para a continuidade do ciclo de crescimento industrial, ainda que possa ocorrer alguma acomodação na margem, em função de restrições à expansão da oferta em certos segmentos, bem como dos efeitos da mudança de postura da política monetária no Brasil e da desaceleração da demanda externa.

6. Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de capital cresceu 1,2% em julho. No que se refere às demais categorias de uso, a produção de bens intermediários avançou 1,1%, a de semi e não-duráveis se manteve estável e a de bens de consumo duráveis recuou 5,2%. Em termos de expansão acumulada no ano, o setor de bens de capital lidera com 18,1%, seguido pelo setor de bens duráveis (13,2%). A recuperação da produção de bens de capital em junho e julho mais que compensou a forte queda ocorrida em maio, evidenciando o dinamismo desse segmento, que tem decorrido, principalmente, da consolidação das perspectivas favoráveis à continuidade da estabilidade macroeconômica. Por sua vez, a expansão da produção de bens duráveis reflete, em grande parte, as condições de crédito, que permanecem mais favoráveis do que o padrão histórico.

7. O mercado de trabalho permanece com desempenho bastante favorável. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) situou-se em 8,1% em julho, alta de 0,3 p.p. em relação a junho, mas com recuo de 1,4 p.p. em relação a julho de 2007. Com isso, a taxa

média de desemprego nos primeiros sete meses do ano foi 1,6 p.p. inferior à observada em igual período de 2007. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, a taxa de desemprego deslocou-se de 7,7% em junho para 8,0% em julho, mostrando nos últimos meses relativa estabilidade em patamares historicamente reduzidos. O rendimento médio nominal da população ocupada teve elevação de 10,5%, em julho, na comparação interanual, a maior desde dezembro de 2005, liderada pelos empregados do setor público. Em julho, o rendimento médio real habitualmente recebido teve alta de 0,1%, ante junho (elevação de 3,0% frente a julho de 2007). Nos primeiros sete meses do ano, o rendimento médio real teve alta de 2,4%, enquanto o pessoal ocupado cresceu 4,0%. Em consequência, a expansão da massa salarial real atingiu 6,5% (expansão de 7,2% em julho, ante o mesmo mês de 2007), continuando a constituir fator-chave para o crescimento da demanda doméstica. Por sua vez, o emprego na indústria de transformação aumentou 0,5% em julho (ante 0,5% em junho e 0,2% em maio), segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central. Comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, o incremento do pessoal empregado atingiu 4,0%, com variação em doze meses alcançando 4,3%. Segundo dados do IBGE, o pessoal ocupado na indústria aumentou 0,7% em julho (ante 0,5% em junho e -0,1% em maio), na série com ajuste sazonal, acumulando 2,9% em doze meses e alta de 2,8% comparativamente a julho de 2007. Ainda sobre emprego, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam continuidade do forte dinamismo da geração de vagas no setor formal neste ano, com a criação de 309,4 mil postos de trabalho em junho e de 203,2 mil em julho, o melhor resultado da série histórica para o mês. De fato, o saldo de julho significou aumento de 60% em relação ao observado em igual mês do ano passado. Nos sete primeiros meses do ano, o saldo de emprego atingiu o recorde histórico de 1.564,6 mil contratações para o período, superior em 27% ao do último recorde, registrado em 2004, evidenciando o aquecimento do mercado de trabalho. Dados dessazonalizados mostram crescimento de 0,6% no nível de emprego formal em julho, e dados observados apontam incremento de 6,0% em doze meses. Em julho, o setor que mais admitiu foi o de serviços, com a abertura de 51,3 mil postos, o segundo

melhor desempenho da série para o mês, seguido pelo setor agrícola, com geração de 44,9 mil empregos, também o segundo melhor resultado para o mês. Já a indústria de transformação abriu 37,5 mil postos, ante 29,0 mil no mesmo período do ano passado, enquanto o comércio abriu 25,3 mil vagas (27,9 mil em julho de 2007) e a construção civil criou 35,1 mil empregos (19,0 mil no mesmo mês de 2007). Além do processo de formalização, esses dados ressaltam o forte dinamismo da procura por mão-de-obra. De fato, o nível de emprego formal acumula crescimento de 6,3% no ano.

8. Em linha com a evolução positiva do mercado de trabalho e com a expansão do crédito, o comércio varejista continua a registrar desempenho favorável e indica que o ritmo de crescimento da demanda doméstica se mantém robusto, sem mostrar ainda sinais consistentes de arrefecimento. O volume de vendas do comércio varejista ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, cresceu 1,3% em junho, após altas de 1,1% em maio e 1,5% em abril. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve crescimento de 14,1%, acumulando 14,3% no ano. A média móvel trimestral da taxa de crescimento do comércio varejista ampliado aumentou 0,9% entre maio e junho, representando o vigésimo sexto mês consecutivo de elevação do indicador. Na comparação com o mês anterior, pela série com ajuste sazonal, destacam-se os setores de combustíveis e lubrificantes (2,1%), veículos e motos, partes e peças (1,7%) e tecidos, vestuário e calçados (1,7%). No ano até junho, o crescimento acumulado foi maior nos segmentos de equipamentos e material para escritório (30,9%), veículos e motos, partes e peças (22,3%) e outros artigos de uso pessoal e doméstico (21,5%). Note-se que, a despeito da elevação dos preços de alimentos, o segmento de hiper, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo mostra crescimento expressivo sob esse critério de comparação (5,9%). O sólido desempenho do comércio varejista tem, portanto, refletido tanto o comportamento dos segmentos mais sensíveis à expansão da renda e do emprego quanto o daqueles mais sensíveis às condições de crédito. Para os próximos trimestres, a perspectiva é de continuidade do atual ciclo expansionista do comércio varejista, favorecido pela elevação das transferências governamentais, pelo crescimento

dos níveis de emprego e da renda, pela expansão do crédito e pela manutenção da confiança do consumidor em níveis elevados. Entretanto, com o passar do tempo, os efeitos da mudança de postura da política monetária irão atuar no sentido de promover certa moderação no ritmo de expansão do comércio varejista.

9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação atingiu 83,7% em julho, apresentando elevação ante a taxa de 83,1% registrada em junho, segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central. A série dessazonalizada pela própria CNI, que tinha recuado em maio, voltou a se elevar em junho e julho, atingindo nesse último mês o nível recorde de 83,5%. Considerando a série sem ajuste sazonal, em julho o Nuci se situou 1,47 p.p. acima do patamar registrado no mesmo mês de 2007. Com isso, a taxa média dos primeiros sete meses do ano foi 1,0 p.p. superior à observada em igual período de 2007. Por sua vez, o Nuci mensal sem ajuste sazonal, calculado pela Fundação Getulio Vargas (FGV), atingiu 86,5% em agosto, 0,8 p.p. acima do patamar observado no mesmo mês de 2007. Essa elevação das taxas de utilização da capacidade, na comparação interanual, também se verifica na indústria de material de construção (8,5 p.p.), bens de consumo (2,7 p.p.) e bens de capital (1,1 p.p.). Para bens intermediários, o Nuci situou-se 0,1 p.p. abaixo do nível de agosto de 2007. A manutenção das taxas de utilização em patamares historicamente elevados manifesta-se em diversos setores e ocorre a despeito dos investimentos ocorridos no setor nos últimos doze meses. De fato, dados recentes sobre a absorção de bens de capital ainda não permitem inferir que a tendência de expansão do investimento estaria sofrendo uma inflexão. Após a queda de 5,0% ocorrida em maio, a produção de bens de capital cresceu 8,2% em junho e 1,2% em julho. As importações e exportações de bens de capital, por sua vez, tiveram variações de 12,8%, 14,0% e -16,5% e de 8,9%, 9,4% e -5,2% em maio, junho e julho, respectivamente. Com isso, dados ajustados sazonalmente indicaram que a absorção de bens de capital apresentou crescimento de 1,3% no trimestre findo em julho e de 19,6% no ano. No mesmo período, a produção de insumos para a construção civil avançou 4,2% (acumulando crescimento de 10,5% no ano). Em suma, as evidências sugerem

que, embora o investimento venha contribuindo de maneira importante para suavizar a tendência de elevação das taxas de utilização da capacidade, a maturação de projetos não tem, até o momento, sido suficiente para circunscrever de forma significativa os descompassos entre a evolução da oferta e da demanda doméstica. A propósito, como assinalado 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 de serviços para o adequado atendimento à demanda.

10. A balança comercial continua registrando perda de vigor na margem, tendência já antecipada e que está em consonância com avaliações expressas em Relatórios de Inflação e em Notas de reuniões anteriores do Copom. O saldo acumulado nos doze meses até agosto totalizou US\$29,5 bilhões (33,3% inferior ao verificado em agosto de 2007). Esse resultado adveio de US\$189,1 bilhões em exportações e US\$159,6 bilhões em importações, com crescimentos de 24,5% e de 48,2%, respectivamente, em relação aos doze meses findos em agosto de 2007. Como observado em Notas de reuniões anteriores, as importações vêm crescendo em ritmo mais acelerado do que as exportações, em razão tanto do fortalecimento do real como, em especial, da forte expansão da absorção doméstica, a despeito dos patamares historicamente elevados das cotações de diversas *commodities* características da pauta exportadora brasileira. A redução dos superávits comerciais contribuiu para que o saldo em transações correntes registrasse déficit de US\$19,5 bilhões em doze meses até agosto de 2008, equivalente a 1,4% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos chegaram, nos doze meses até julho, a US\$30,1 bilhões, equivalentes a 2,2% do PIB.

11. No que se refere ao cenário externo, cabe notar que a economia mundial continua evidenciando pressões conflitantes, com sinais mais nítidos de desaceleração acompanhados por taxas de inflação ainda elevadas. A visão dominante continua apontando para a expansão, em ritmo moderado, da economia mundial em 2008 e em 2009, mas os dados divulgados nas últimas semanas apontam para um enfraquecimento mais intenso da atividade nas economias maduras, em especial a Área do Euro, o Reino Unido e o Japão, ao

passo em que estímulos fiscais e monetários vinham sustentando a atividade nos Estados Unidos (EUA), que, todavia, também deu sinais de debilitação nas últimas semanas. Há evidências de que o enfraquecimento mais pronunciado da atividade econômica na Europa e partes da Ásia deveu-se em importante medida ao choque negativo de termos de troca ocasionado pela elevação dos preços de *commodities*, que poderia estar sendo revertido. Os efeitos secundários da elevação dos preços de matérias-primas, e as pressões da demanda aquecida sobre a capacidade de expansão da oferta, que são particularmente evidentes nas economias emergentes, têm mantido taxas de inflação corrente em patamares elevados, com conseqüências significativas, em diversos casos, sobre as expectativas inflacionárias. A esse quadro macroeconômico difícil soma-se, no caso dos EUA e, em menor medida, da Europa, uma severa crise financeira. Nesse contexto, ainda que a existência de pressões inflacionárias seja objeto de preocupação para um número importante de autoridades monetárias, as reações de política têm sido heterogêneas, situação que tende a persistir. Especificamente, a economia dos EUA entrou em período de desaceleração desde o último trimestre de 2007 e continua sofrendo o impacto da crise no setor imobiliário, com efeitos sobre o mercado de trabalho, cujo enfraquecimento, em combinação com a elevação dos preços de derivados de petróleo, tem afetado a confiança dos consumidores, contribuindo de forma importante para deprimir o dispêndio. Ainda que a influência de estímulos monetários e fiscais tenha limitado o risco de uma contração significativa da atividade, o cenário dominante continua apontando para uma recuperação mais consistente apenas a partir de 2009. Mesmo depois de um significativo reforço da base de capital de instituições financeiras relevantes, permanece a incerteza sobre a extensão e a amplitude dos desdobramentos da crise hipotecária americana sobre o sistema bancário nos EUA e na Europa, bem como quanto ao impacto que estes terão sobre as condições de acesso ao crédito por parte de empresas e famílias nessas regiões. A percepção de risco sistêmico permanece elevada, à medida que os problemas financeiros vêm sendo agravados por uma deterioração cíclica na qualidade do crédito, o que tende a reforçar a contração das condições financeiras e, por conseguinte, o risco de intensificação da desaceleração. Nesse contexto, a intervenção do governo dos EUA em

grandes empresas de financiamento imobiliário pode ser vista como condição necessária, mas provavelmente não suficiente, para a superação da crise. A opinião majoritária entre os analistas parece sugerir que a atividade na Europa e no Japão deve continuar apresentando perda de dinamismo ao longo do segundo semestre. Nas economias centrais, portanto, as perspectivas para a adoção de políticas contracionistas parecem limitadas. Por outro lado, ainda que mostrando certa moderação na margem, o crescimento das economias emergentes continua forte e, até agora, aparentemente foi afetado de forma limitada pela crise hipotecária nos EUA, constituindo contraponto aos efeitos da desaceleração das economias maduras. De fato, diante da pressão sobre a disponibilidade de fatores de produção, a elevação da inflação apontava para a continuidade de políticas de contração monetária em diversas economias emergentes. As perspectivas para a política monetária nas economias emergentes tornaram-se ainda mais complexas nas últimas semanas, quando diversas moedas, não somente de países exportadores de *commodities*, sofreram expressiva depreciação frente ao dólar americano, em meio a elevação dos indicadores de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais. Não obstante, as políticas voltadas para reduzir a vulnerabilidade externa da economia têm se mostrado bem sucedidas, contribuindo para mitigar, mas não eliminar, os efeitos das dificuldades que caracterizam o cenário externo sobre a atividade econômica no Brasil, cujo dinamismo vem sendo sustentado essencialmente pela demanda doméstica.

12. Os preços do petróleo continuam altamente voláteis, mas recuaram de forma expressiva desde a última reunião do Comitê. As cotações nos mercados futuros e o consenso das projeções dos analistas do setor sugerem que os preços do petróleo poderiam se estabilizar em níveis próximos aos atuais. Entretanto, a incerteza que envolve essas avaliações é marcadamente elevada, uma vez que o cenário prospectivo depende da evolução da demanda, especialmente nas economias emergentes, da resposta da oferta aos estímulos derivados de mudanças de preços relativos já ocorridas, além das questões geopolíticas que atuam sobre os preços dessa mercadoria. Não obstante, a despeito da considerável incerteza inerente às previsões sobre a trajetória dos preços do petróleo,

o cenário central de trabalho adotado pelo Copom, que prevê preços domésticos da gasolina inalterados para o acumulado de 2008, permanece plausível. Cabe assinalar, entretanto, que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, preços internacionais do petróleo em níveis historicamente elevados se transmitem à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto pela deterioração que podem terminar produzindo nas expectativas de inflação dos agentes econômicos. Os preços de outras *commodities* também mostraram reduções importantes desde a última reunião do Copom, finalmente passando a reagir ao maior pessimismo sobre as perspectivas para o crescimento da economia mundial e à continuidade da turbulência nos mercados financeiros globais, mas continuam, com exceção de insumos industriais como o níquel e cobre, registrando altas nos últimos doze meses.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

13. 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) as projeções de reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão foram mantidas em 0% para o acumulado de 2008;

b) as projeções de reajustes das tarifas de energia elétrica e telefonia fixa permaneceram inalteradas, para o acumulado de 2008, em 1,1% e em 3,5%, respectivamente;

c) a projeção, construída item a item, de reajuste para o conjunto de preços administrados para o acumulado de 2008 foi mantida em 4,0%. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,69% do total do IPCA de agosto;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2009 foi mantida em 4,8%. Essa projeção baseia-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outros, componentes sazonais,

variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP);

e) a trajetória estimada para o *swap* indica *spread* da taxa de *swap* de 360 dias sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 173 p.b. no quarto trimestre de 2008 e de 106 p.b. no último trimestre de 2009. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis.

14. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta a hipótese de trabalho do cumprimento da meta legal de superavit primário de 3,8% do PIB em 2008 e em 2009, incrementada em 0,5 p.p. As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

15. Desde a última reunião do Copom, realizada em julho, houve redução na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2008, que passou de 6,53% para 6,27%. As expectativas para o intervalo de doze meses também se reduziram, de 5,44% para 5,22%, levando-se em conta a composição das medianas das taxas mensais esperadas pelos analistas. Para 2009, as expectativas de inflação permaneceram em 5,00%.

16. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$1,70 e da taxa Selic em 13,00% em todo o horizonte de previsão, a projeção para a inflação em 2008 reduziu-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de julho, mas ainda permanece acima do valor central de 4,50% para a meta 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 2008 também sofreu redução em relação ao valor considerado na última reunião do Copom, mas permanece acima do valor central para a meta de inflação. Em relação a 2009, as projeções em ambos os cenários se reduziram frente aos respectivos valores considerados na reunião de julho, contudo, permanecem acima do valor central de 4,50% para a meta.

Implementação da política monetária

17. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir 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 doméstica continua bastante robusto e responde, ao menos parcialmente, pela aceleração inflacionária observada desde o final de 2007, a despeito do forte crescimento das importações e do comportamento benigno do investimento. Mesmo no contexto de uma desaceleração da economia mundial neste ano e da maior volatilidade que vem caracterizando os mercados globais desde meados do ano passado, o Comitê acredita, com as informações disponíveis até o momento, que o balanço de pagamentos não deve apresentar risco significativo para o cenário inflacionário. Em linhas gerais, a influência do cenário externo sobre a trajetória prospectiva da inflação brasileira continua sujeita a efeitos contraditórios e envolta em considerável incerteza. Por um lado, a perspectiva, que está aparentemente se consolidando, de desaceleração mais generalizada da atividade ao longo dos próximos meses, aponta para uma acomodação tanto dos preços de *commodities* quanto da demanda externa, podendo também influenciar as condições financeiras locais. Por outro lado, essa tendência de desaquecimento tem ocasionado aumento da aversão ao risco, afetando a demanda por ativos brasileiros e ocasionando depreciação de seus preços. Nesse cenário, pode ocorrer redução adicional das exportações líquidas, com efeito similar sobre o comportamento dos preços de certos ativos brasileiros. Note-se, também, que a trajetória dos índices de preços ainda evidencia a presença de descompassos entre o crescimento da oferta e da demanda, e, conseqüentemente, de riscos inflacionários significativos, em diversas economias, mesmo que com intensidade possivelmente menor do que em meados do ano. Diante da deterioração ocorrida nos últimos meses nas perspectivas para a inflação, em ambiente de maior incerteza, o Comitê avalia que o risco de materialização de um cenário inflacionário menos benigno segue elevado. O Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos sejam preservados. Em particular, cabe à política monetária atuar para que

impactos inicialmente localizados sobre os índices de inflação, parcialmente derivados de ajustes de preços relativos em escala global, não levem, por meio de uma piora das expectativas, a uma deterioração persistente da dinâmica inflacionária. O Comitê entende que a preservação da estabilidade monetária é condição necessária para que o sistema de preços relativos continue sinalizando eficientemente os ajustes necessários nos padrões de consumo e produção vigentes na economia.

18. O Copom considera que se mantém elevada a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação, uma vez que o aquecimento da demanda doméstica e do mercado de fatores, bem como a possibilidade do surgimento de restrições de oferta setoriais, podem ensejar o aumento no repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. O Comitê avalia que as perspectivas para esse repasse, bem como para a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, dependem de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação, que permanecem em patamares incompatíveis com a trajetória de metas e que continuam sendo monitoradas com particular atenção. Adicionalmente, cabe notar que, embora o setor externo exerça alguma disciplina sobre a inflação no setor de transacionáveis, os preços das importações têm se elevado com intensidade. Além disso, o aquecimento da demanda doméstica pode desencadear pressões inflacionárias mais intensas no setor de não transacionáveis, por exemplo, nos preços dos serviços. Nesse contexto, o Copom conduzirá suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes. Para tanto, irá acompanhar atentamente a evolução da inflação e das diferentes medidas do seu núcleo, assim como das expectativas de inflação dentro do horizonte de projeção, estando pronto a ajustar a postura de política monetária de forma a evitar a consolidação de um cenário no qual reajustes pontuais se transformem em reajustes persistentes ou generalizados de preços.

19. 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 redução progressiva da percepção de risco macroeconômico. O Copom avalia que a persistência de uma atuação cautelosa e tempestiva da política monetária tem sido fundamental para aumentar a probabilidade de que, mesmo diante de pressões inflacionárias em escala global, a inflação no Brasil volte a evoluir segundo a trajetória de metas já em 2009. 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 da oferta agregadas, convirjam ao longo do período relevante para a política monetária.

20. O Copom considera fundamental ressaltar, mais uma vez, que há defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos tanto sobre o nível de atividade como sobre a inflação. 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.

21. Ao longo dos próximos meses, o crescimento do crédito, ainda que com alguma moderação, ocasionada pela elevação dos custos de captação, e a expansão da massa salarial real devem continuar impulsionando a atividade econômica. A esses fatores de sustentação da demanda devem ser acrescidos os efeitos das transferências governamentais esperadas para este e para os próximos trimestres. Essas considerações se tornam ainda mais relevantes quando se levam em conta os nítidos sinais de demanda doméstica aquecida, a disseminação de pressões derivadas de ajustes de preços relativos, inclusive sobre o mercado de trabalho, e o fato de que as decisões de política monetária terão impactos concentrados em 2009.

22. O Comitê assinala a importante contribuição do investimento para ampliar a capacidade produtiva. Note-se, adicionalmente, que uma acomodação dos preços de *commodities*, da qual surgiram evidências mais consistentes nas últimas semanas, poderia contribuir para evitar que as pressões inflacionárias se intensifiquem ainda mais. Entretanto, o Copom avalia que o ritmo de expansão da demanda

doméstica, que deve continuar sendo sustentado, entre outros fatores, pelo crescimento da renda e do crédito, continua colocando riscos importantes para a dinâmica inflacionária. Nesse contexto, a redução pronta e consistente do descompasso entre o crescimento da oferta de bens e serviços e o da demanda continua sendo central na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

23. A evidência internacional, bem como a experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, ao encurtamento dos horizontes de planejamento e, conseqüentemente, à redução do potencial de crescimento da economia, além de ter efeitos regressivos sobre a distribuição de renda. Além disso, nas atuais circunstâncias, existe o risco de que os agentes econômicos passem a atribuir maior probabilidade a que elevações da inflação sejam persistentes, o que implicaria redução da eficácia da política monetária. Assim sendo, a estratégia adotada pelo Copom visa trazer a inflação de volta à meta central de 4,5%, estabelecida pelo CMN, tempestivamente, isto é, já em 2009. Tal estratégia terá seus resultados evidenciados ao longo do tempo, leva em conta as defasagens do mecanismo de transmissão e é a mais indicada para lidar com a incerteza inerente ao processo de formulação e de implementação da política monetária.

24. O Copom avalia que, diante dos sinais de aquecimento da economia e do comportamento das expectativas de inflação, continuam sendo relevantes os riscos para a concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltaria a evoluir de forma consistente com a trajetória das metas. De fato, a deterioração do cenário prospectivo ainda se manifesta nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê. O Copom considera, também, que a persistência de descompasso importante entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas continua representando risco para a dinâmica inflacionária. Nessas circunstâncias, a política monetária deve continuar atuando, enquanto o balanço dos riscos para a dinâmica inflacionária assim o requerer, por meio do ajuste da taxa básica de juros, para, por um lado, reduzir tal descompasso e, por outro, evitar que pressões originalmente isoladas sobre os índices de preços levem à deterioração

persistente das expectativas e do cenário prospectivo para a inflação.

25. Parte do Comitê avalia que, desde a última reunião, acumularam-se sinais de acentuada deterioração da atividade nas economias centrais, acarretando certa melhora nas perspectivas inflacionárias globais, em parte em função da queda dos preços de *commodities*. Esse cenário teria possíveis impactos contracionistas, inclusive por meio dos desdobramentos da desalavancagem financeira sobre as condições creditícias, que se somariam aos efeitos defasados da política monetária sobre a atividade econômica no país, com implicações para o cenário inflacionário prospectivo. Dessa forma, esses membros do Copom consideraram que seria mais apropriado, já neste momento, elevar a taxa básica em 50 p.b.

26. A maioria do Comitê, entretanto, considera neste momento que, em que pese a deterioração das perspectivas para o crescimento econômico mundial, os riscos para a materialização de um cenário inflacionário benigno no país não apresentaram ainda melhora suficientemente convincente. Em particular, esses membros do comitê avaliam que não se acumularam até o momento sinais consistentes de redução do descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta, como evidencia o uso intenso dos fatores produtivos, e que a ancoragem das expectativas à trajetória de metas precisaria ser reforçada. Nesse contexto, esses membros do Copom consideraram ser mais adequado incrementar a taxa básica em 75 p.b.

27. Nesse contexto, avaliando o cenário macroeconômico, o Copom decidiu elevar a taxa Selic para 13,75% ao ano, sem viés, por cinco votos a favor e três pela elevação da taxa Selic em 0,50 p.p., com vistas a promover tempestivamente a convergência da inflação para a trajetória de metas.

28. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação, a análise de diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica prospectiva dos preços e o balanço dos riscos associado às suas projeções. A demanda doméstica continua se expandindo a

taxas robustas e sustenta o dinamismo da atividade econômica, inclusive em setores pouco expostos à competição externa, quando os efeitos de fatores de estímulo, como o crescimento da renda, ainda estão agindo sobre a economia. Por sua vez, a contribuição do setor externo para um cenário inflacionário favorável, diante do forte ritmo de expansão da demanda doméstica, de pressões inflacionárias globais e de depreciação de preços de ativos brasileiros, tornou-se menos efetiva, em um momento no qual os efeitos do investimento sobre a capacidade produtiva da economia ainda precisam se consolidar. Nesse ambiente, cabe à política monetária atuar para trazer a inflação de volta à trajetória de metas já em 2009, de forma a evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos. Evidentemente, na eventualidade de se verificar alteração no perfil de riscos que implique modificação do cenário prospectivo básico traçado para a inflação pelo Comitê neste momento, a postura da política monetária será prontamente adequada às circunstâncias.

29. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 28 de outubro de 2008, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 16.051, de 3/9/2007.

Sumário dos Dados Analisados pelo Copom

Inflação

30. O IPCA variou 0,28% em agosto, mostrando desaceleração relativamente ao mês anterior, quando registrou taxa de 0,53%. O grupo Alimentação e bebidas, que no ano acumula alta de 9,59%, reverteu a tendência de elevação, recuando 0,18% em agosto. Os preços livres cresceram 0,25% no mês, ante 0,50% em julho, com variações de 0,19% para os preços dos produtos comercializáveis e de 0,31% para os não-comercializáveis. Os preços monitorados aumentaram 0,35% ante 0,60% em julho. O índice de difusão atingiu 63% em agosto, ante 59,4% no mês anterior, evoluindo em direção contrária à desaceleração da taxa. O IPCA acumulou alta de 6,17% nos últimos doze meses, ante 6,37% em julho,

com elevações de 8,04% nos preços livres e de 2,60% nos preços monitorados.

31. Os núcleos de inflação mostraram taxas mensais relativamente estáveis em agosto, com exceção do núcleo por exclusão de preços monitorados e de alimentos no domicílio, que variou 0,50% ante 0,39% em julho, acumulando 5,87% nos últimos doze meses. O núcleo calculado por médias aparadas sem suavização situou-se em 0,42% em agosto ante 0,43% no mês anterior, com variação de 4,92% em doze meses. Pelo critério de médias aparadas com suavização, o núcleo alcançou 0,36%, o mesmo percentual registrado em julho, acumulando variação de 4,85% nos últimos doze meses.

Atividade econômica

32. Segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas varejistas aumentou 1,3% em junho, em relação ao mês anterior, considerado o conceito ampliado, que incorpora os segmentos de material de construção e veículos e motos, partes e peças. O crescimento das vendas atingiu nove dos dez segmentos pesquisados pelo IBGE, destacando-se os acréscimos nas vendas de combustíveis e lubrificantes, 2,1%, e em veículos e em tecidos, vestuário e calçados, 1,7%. As vendas de outros artigos de uso pessoal e doméstico recuaram 0,8% no mês.

33. Considerando-se as comparações entre idênticos períodos de 2008 e 2007, o aumento nas vendas atingiu 14,1% em junho e 14,3% no primeiro semestre, considerando o conceito ampliado. Registrou-se crescimento generalizado em todos os segmentos nas duas bases de comparação, sobretudo naqueles mais diretamente influenciados pela oferta de crédito, como equipamentos e material para escritório, informática e comunicação; veículos, motos, partes e peças; e móveis e eletrodomésticos.

34. Conforme dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), dessazonalizados pelo Banco Central, as consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) e ao Usecheque na capital paulista diminuíram 2,5% e 1,5% em agosto, respectivamente, em relação ao mês anterior. No ano, até agosto, esses indicadores registraram altas respectivas de 7,3%

e de 5,5%, comparativamente ao mesmo período de 2007.

35. Quanto aos indicadores de investimento, as produções de bens de capital e de insumos típicos da construção civil cresceram 1,2% e 2,1% em julho, respectivamente, em comparação ao mês anterior, na série com ajuste sazonal. Em relação a julho de 2007, esses indicadores cresceram 22,3% e 14,4%, na ordem. No ano, até julho, a produção de insumos típicos da construção civil aumentou 10,5%, refletindo o dinamismo dos investimentos nesse setor. O crescimento de 18,1% na produção de bens de capital, no mesmo período, também refletiu o aumento dos investimentos, sobretudo aqueles voltados à modernização e à expansão da capacidade produtiva dos setores agrícola, transportes e energia elétrica.

36. As importações de bens de capital recuaram 16,5% em julho, em relação a junho, mês em que havia registrado elevação de 14%, na mesma base de comparação, de acordo com os índices de *quantum* da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizados pelo Banco Central. Essas variações refletiram, sobretudo, a regularização dos registros de importações após a paralisação dos serviços durante parte do segundo trimestre do ano. Em comparação com o índice médio do primeiro semestre do ano, o indicador de julho apontou estabilidade, enquanto em relação ao mesmo mês de 2007, acumulou alta de 52%. No ano, até julho, o índice de *quantum* das importações de bens de capital cresceu 38,9%, ante 36,5% no acumulado até junho, ratificando a contribuição das importações de bens capital no atual ciclo de investimentos na economia brasileira.

37. Os financiamentos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), para investimentos de médio e longo prazo, alcançaram R\$45,4 bilhões no período de janeiro a julho de 2008, superando em 46% aqueles desembolsados no mesmo período de 2007. No acumulado em doze meses, até julho, os desembolsos totalizaram R\$79,1 bilhões, com expansão de 30% em relação ao mesmo período anterior, destacando-se o crescimento de 74% nos desembolsos para infra-estrutura.

38. Indicadores da CNI apontaram a expansão de 1% no faturamento real da indústria, em julho, comparativamente ao mês anterior, e queda de 0,9% nas horas trabalhadas na produção fabril, conforme dados dessazonalizados. Nos sete primeiros meses do ano, relativamente a igual período de 2007, o faturamento real aumentou 9% e as horas trabalhadas na produção, 6,1%. O Nuci situou-se em 83,7% em julho, 0,7 p.p. acima do nível de junho, considerados dados dessazonalizados, atingindo novo recorde da série histórica. Considerando dados sem ajuste sazonal, o nível atingiu 83,9%, 1,5 p.p. acima do registrado em julho de 2007.

39. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção física da indústria aumentou 1% em julho, na série dessazonalizada, comparativamente a junho, com crescimento em dezessete das 27 atividades pesquisadas. Na análise por categorias de uso, destacaram-se os acréscimos de 1,2% e de 1,1% nos segmentos de bens de capital e bens intermediários, respectivamente. A produção de bens de consumo duráveis recuou 5,2%, após elevação de 7,7% no mês anterior, e a de bens de consumo semi e não-duráveis manteve-se estável, depois de dois meses consecutivos em alta, quando acumulou variação de 2,6%. Em comparação com o mesmo mês de 2007, a produção industrial evoluiu 8,5% em julho, com aumento em todas as categorias de uso e em 23 setores, destacando-se veículos automotores, com expansão de 17,3%, máquinas e equipamentos, 12,5%, e metalurgia básica, 10%. No ano, até julho, o crescimento da produção industrial alcançou 6,6%, com destaque para as taxas de expansão da produção de bens de capital e de bens de consumo duráveis, 18,1% e 13,3%, respectivamente. No mesmo período, os acréscimos nas produções de bens intermediários e de bens de consumo semi e não duráveis alcançaram 5,6% e 2,1%, na ordem. Considerando a expansão da atividade industrial em períodos de doze meses, a taxa de expansão passou de 6,7%, registrados tanto em maio como em junho, para 6,8%, em julho.

40. A produção de autoveículos atingiu 314,7 mil unidades em agosto, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), 12,8% superior à registrada no mesmo mês de 2007. Considerando dados dessazonalizados, a produção

recuou 0,5%, comparativamente a julho. No ano, até agosto, a produção de autoveículos aumentou 20,4% e a de máquinas agrícolas, 31,9%, comparativamente ao mesmo período de 2007. Na mesma base de comparação, as vendas de autoveículos no mercado interno cresceram 25,1%, enquanto as exportações recuaram 3,3%.

Expectativas e sondagens

41. A pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP) registrou, em agosto, aumento de 4,5% no Índice de Confiança do Consumidor (ICC), em relação ao mês anterior, sobretudo pela elevação de 7,7% no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC). O Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea) cresceu 0,2% no mesmo período. O ICC elevou-se 5,2% em relação a agosto de 2007, traduzindo expansões de 7% no IEC e de 2,6% no Icea.

42. A Sondagem de Expectativas do Consumidor da FGV registrou elevação de 6,2% no ICC em agosto, em relação ao mês anterior. Tanto as avaliações sobre a situação atual como as expectativas em relação aos próximos meses, mostraram-se favoráveis em relação ao registrado no mês precedente, com aumentos respectivos de 9,3% e de 4,6%. Em relação aos índices de agosto de 2007, a Sondagem registrou quedas de 1% no ICC e de 1,9% no Índice das Expectativas, enquanto o Índice da Situação Atual cresceu 0,9%.

43. Ainda segundo a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) atingiu 122,8 pontos em agosto, ante 121,5 em julho. O indicador situou-se 0,9 p.p. acima do nível registrado em igual mês de 2007, refletindo as elevações respectivas de 1,4% e 0,4% nos componentes relativos às expectativas e à situação atual. Dos quesitos relacionados à situação presente, o nível de demanda, sobretudo a doméstica, e a situação atual dos negócios continuam com avaliação favorável. Os empresários mantêm-se confiantes quanto ao aumento da produção no trimestre agosto-outubro.

44. Conforme a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, o Nuci atingiu 86,5% em agosto, superando em 0,4 p.p. o registrado no mês anterior e em 0,8 p.p. o observado em agosto de 2007.

Mercado de trabalho

45. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 203,2 mil postos de trabalho formais em julho de 2008, acumulando 1.564,6 mil novos empregos no ano. Os dados dessazonalizados indicaram crescimento mensal de 0,6% no nível de emprego, com aumento em todos os setores, destacando-se a construção civil, com taxa de expansão de 1,5%, e o setor de serviços, pelo número de vagas criadas no mês, 51,3 mil.

46. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto atingiu 8,1% em julho, ante 7,8% no mês anterior e 9,5% em julho de 2007. O aumento da taxa no mês refletiu a redução de 55 mil trabalhadores ocupados e a elevação de 7 mil trabalhadores na População Economicamente Ativa (PEA). Em relação a julho do ano passado, a ocupação cresceu 4%, enquanto a PEA aumentou 2,5%. Considerando o contingente de pessoal ocupado por posição na ocupação, o número de trabalhadores do setor privado aumentou 0,4% de junho para julho, representando 53 mil postos de trabalho, mesmo com a redução de 38 mil postos de trabalho com carteira. O número de trabalhadores por conta própria recuou 2,3%, enquanto o número de empregadores cresceu 0,6%. Em relação a julho de 2007, os trabalhadores com carteira no setor privado lideraram o crescimento da ocupação, com alta de 7,8%, os empregadores e os empregados sem carteira aumentaram 4,6% e 4,1%, respectivamente, enquanto o número de trabalhadores por conta própria recuou 0,7%.

47. De acordo com a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas aumentou 0,1% em julho, em relação a junho, e 3% comparativamente a julho de 2007. A massa salarial real recuou 0,1% em julho, ante o mês anterior, e cresceu 6,5% no ano, situando-se 7,2% acima da verificada em julho de 2007.

48. O contingente de pessoal empregado na indústria aumentou 0,6% em julho, na comparação com junho, conforme dados dessazonalizados da CNI. Em relação a julho de 2007, o pessoal empregado e a massa salarial real paga pelo setor industrial cresceram 4,4%

e 5,7%, respectivamente. Nos primeiros sete meses de 2008, os acréscimos atingiram 4,4% para o pessoal empregado e 5,6% para a massa salarial real paga pelo setor industrial, ante mesmo período de 2007.

Crédito e inadimplência

49. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro atingiu R\$1.086 bilhões em julho, estabelecendo novo patamar recorde do volume em relação ao PIB, 37%. No mês, houve acréscimo de 1,7% em julho, acumulando expansão de 32,7% em doze meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as operações com recursos livres cresceram 1,9% e 35,9%, respectivamente, e as realizadas com recursos direcionados, 1,2% e 25,4%. Entre as operações de crédito com recursos livres, registre-se a manutenção do dinamismo das operações de *leasing*, cujos saldos contratados nos segmentos de pessoas físicas e pessoas jurídicas elevaram-se, na ordem, 141,7% e 78,4%, em doze meses. Entre as operações com recursos direcionados, assinalem-se, na mesma base de comparação, as expansões nos créditos destinados à habitação, 30,2%, e ao setor rural, 28,1%. Considerada a segmentação por atividade econômica, o saldo dos empréstimos à indústria registrou, em julho, aumentos de 1,5% em relação a junho e de 36,9% em doze meses.

50. A taxa média de juros ativa incidente sobre as operações de crédito referenciais aumentou novamente em julho, atingindo 39,4% a.a., ante 38% a.a. em junho e 35,9% a.a. em julho do ano anterior. As taxas médias situaram-se em 51,4% a.a. nas operações com pessoas físicas e em 27,5% a.a. nos empréstimos contratados com pessoas jurídicas, comparativamente a 47% e 23%, respectivamente, em julho de 2007.

51. O prazo médio das operações de crédito referenciais situou-se em 373 dias em julho, mantendo-se praticamente estável desde janeiro, quando superou, pela primeira vez, a marca de um ano. Nas operações com pessoas jurídicas, o prazo médio atingiu 299 dias, enquanto nas operações realizadas com pessoas físicas, 467 dias.

52. A taxa de inadimplência das operações de crédito referenciais, correspondente a atrasos superiores a

noventa dias, situou-se em 4,2% em julho, recuando 0,5 p.p. em relação ao mês correspondente de 2007. Por segmentos, as taxas relativas a operações com pessoas jurídicas e pessoas físicas atingiram, na ordem, 1,7% e 7,3%, comparativamente a 2,4% e 7,1% em julho de 2007.

53. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, atingiu 6,3% em julho, ante 4,5% no mesmo mês do ano anterior. No ano, até julho, a taxa média situou-se em 7%, ante 6,4% no mesmo período de 2007.

Ambiente externo

54. No cenário internacional, crescem as preocupações com a inflação e a desaceleração da demanda global, em especial o menor crescimento das economias industrializadas. Embora a economia norte-americana tenha crescido 3,3% no segundo trimestre, impulsionada pela contribuição positiva das exportações líquidas e pelos efeitos do estímulo fiscal ao consumo, aumentam os sinais de que as economias européias estão mais próximas de um processo recessivo. As economias emergentes mantêm crescimento robusto, em especial as asiáticas, embora apresentem desaceleração do nível de atividade a partir das elevadas taxas de expansão apresentadas em 2007. Além disso, não se descarta um esfriamento maior da atividade econômica nesses países, caso a desaceleração econômica mundial seja mais intensa e persistente.

55. Relativamente à inflação, a queda recente dos preços das *commodities*, inclusive petróleo, poderá provocar uma acomodação dos preços em patamar mais baixo no médio prazo. No entanto, os dados disponíveis confirmam que os níveis anuais de inflação permanecem elevados e os riscos para a inflação são maiores no curto prazo, diante da possibilidade de propagação dessa tendência para salários e expectativas. A despeito da forte deterioração da economia britânica, o Banco da Inglaterra manteve a taxa de juros em 5% a.a. na última reunião do seu Comitê de Política Monetária, diante das pressões inflacionárias. Quanto ao Banco Central Europeu, a opção também foi de manutenção da taxa de juros, em 4,25% a.a.

56. A turbulência nos mercados financeiros internacionais permanece, embora com menor intensidade. O firme compromisso de importantes bancos centrais de fornecer a liquidez necessária ao bom funcionamento do mercado interbancário, bem como a perspectiva de que boa parte das perdas ocorridas já tenha sido contabilizada pelas instituições financeiras, têm sido fundamentais para o desempenho recente do mercado financeiro. Alguns sinais de recuperação são observados, sobretudo nos mercados acionários e de *credit default swaps* (CDS), embora ainda existam vestígios de estresses localizados, principalmente nos mercados interbancários, cujos *spreads* em relação às taxas básicas ainda permanecem em patamares elevados.

Comércio exterior e reservas internacionais

57. O saldo da balança comercial atingiu US\$2,3 bilhões em agosto, acumulando superávits de US\$16,9 bilhões no ano e de US\$29,5 bilhões em doze meses. No ano, até agosto, as exportações atingiram US\$130,8 bilhões e as importações, US\$113,9 bilhões, expansões de 29,3% e de 53,8%, respectivamente, na comparação com o mesmo período de 2007. A corrente de comércio atingiu US\$244,8 bilhões de janeiro a agosto, e acumulou US\$348,6 bilhões em doze meses, valores recordes para a série histórica.

58. Em agosto, as exportações atingiram US\$19,7 bilhões, média diária de US\$940,3 milhões, 43,2% superior ao observado no mês correspondente de 2007. As importações registraram US\$17,5 bilhões, média diária de US\$832,3 milhões, 65,6% superior à de agosto do ano anterior.

59. As reservas internacionais totalizaram US\$205,1 bilhões em agosto, com aumentos de US\$1,6 bilhão no mês e de US\$24,8 bilhões na comparação com o final do ano anterior.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

60. No período posterior à reunião do Copom de julho, as taxas de juros futuros de curto prazo

apresentaram elevação, enquanto as de longo prazo recuaram, influenciadas pela decisão do Comitê de aumentar a meta para a taxa Selic em 0,75 p.p. Também contribuíram para o recuo dos vencimentos longos a desaceleração observada em diversos índices de inflação corrente e a queda nos preços das *commodities*. Desde o início de setembro, porém, o movimento de redução das taxas de longo prazo foi parcialmente revertido pela piora do cenário externo, com a apreciação do dólar e o aumento da aversão ao risco decorrente do temor de desaceleração da economia mundial. Entre 21 de julho e 8 de setembro, as taxas de um, de três e de seis meses subiram 0,83 p.p., 0,78 p.p. e 0,61 p.p., enquanto as de dois e de três anos cederam 0,57 p.p. e 0,69 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 8,79%, em 21 de julho, para 8,96%, em 8 de setembro.

61. Em 28 de julho e 26 de agosto, o Banco Central realizou leilões de *swap* cambial reverso destinados, respectivamente, à rolagem das posições líquidas vincendas em agosto e setembro. Essas operações somaram o equivalente a US\$2,7 bilhões.

62. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, semanalmente, no período de 22 de julho a 8 de setembro, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de cinco e de sete meses. O saldo diário médio do estoque dessas operações alcançou R\$63,1 bilhões, dos quais R\$44,9 bilhões em operações de sete meses. No mesmo período, o Banco Central atuou em 35 oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo. Realizou, ainda, operações de nivelamento, ao final do dia, com prazo de um e de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo,

incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$35,5 bilhões. Em 24 e 30 de julho e em 6, 13, 20 e 27 de agosto, o Banco Central tomou recursos com prazos de onze a dezenove dias úteis, nos montantes de R\$10,5 bilhões, R\$14,1 bilhões, R\$6,6 bilhões, R\$5,6 bilhões, R\$20,5 bilhões e R\$3,6 bilhões, respectivamente. Além disso, em 24 de julho, retirou R\$157,4 bilhões por 35 dias úteis. No período, o saldo diário médio dessas operações tomadoras de curto prazo foi de R\$186,8 bilhões.

63. Entre 22 de julho e 8 de setembro, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos leilões tradicionais somaram R\$21,9 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$13,0 bilhões, sendo R\$6,0 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) de vencimento em 2009 e 2010, e R\$7,0 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) de vencimento em 2012, 2014 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$4,7 bilhões, com a colocação de títulos de vencimento em 2012 e 2014. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos de vencimento em 2011, 2013, 2017, 2024, 2035 e 2045, em um montante total de R\$4,2 bilhões.

64. No mesmo período, o Tesouro realizou leilões de venda de LTN de vencimento em julho e outubro de 2009 conjugada à compra de LTN de vencimento em outubro de 2008, em um total de R\$1,1 bilhão. As vendas de NTN-B liquidadas mediante a entrega de outros títulos somaram R\$7,3 bilhões e envolveram títulos de vencimento em 2011, 2013, 2017, 2024, 2035 e 2045. O Tesouro efetuou, também, leilões de venda de LFT de vencimento em 2012 e 2014, no montante de R\$0,8 bilhão, aceitando como pagamento LFT de vencimento em 2008, e leilões de compra de LTN e de NTN-B, que alcançaram R\$0,5 bilhão e R\$83 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

Alvir Alberto Hoffmann
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

Maria Celina Berardinelli Arraes
Diretora

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

Alvir Alberto Hoffmann
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

Maria Celina Berardinelli Arraes
Diretora

Mario Gomes Torós
Diretor

Mário Magalhães Carvalho Mesquita
Diretor

Demais participantes

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

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

João Henrique de Paula Freitas Simão
Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

José Antonio Marciano
Chefe do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban)

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

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

Siglas

a.a.	Ao ano
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
Aladi	Associação Latino-Americana de Integração
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BCB	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BIS	<i>Bank for International Settlements</i>
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNS	Banco Central da Suíça
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	<i>Credit default swap</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
CPMF	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CUT	Custo Unitário do Trabalho
CUTR	Custo Unitário do Trabalho Real
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
Depec	Departamento Econômico do Banco Central
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
EUA	Estados Unidos da América
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabrave	Federação Nacional de Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo/ Índice da Bovespa
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
Icea	Índice de Condições Econômicas Atuais
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IE	Índice de Expectativas
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-DI	Índice Nacional de Custos da Construção – Disponibilidade Interna
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA	Índice de Preços por Atacado
IPA-DI	Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-Br	Índice de Preços ao Consumidor – Brasil
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
Ipsos	<i>Ipsos Public Affairs</i>
IR	Imposto de Renda
IRPJ	Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas
ISA	Índice da Situação Atual
LGN	Líquidos de gás natural
Loas	Lei Orgânica da Assistência Social
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
LTN	Letras do Tesouro Nacional
Mercosul	Mercado Comum do Sul
MP	Medida Provisória
MRA	Massa de Rendimentos Ampliada
MS	Massa salarial
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada na Indústria
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Pesquisa Anual de Comércio
PAF	Plano Anual de Financiamento
PDCF	<i>Primary Dealer Credit Facility</i>
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PPI	Programa Piloto de Investimentos
RDB	Renda Disponível Bruta
RDE	Remuneração dos Empregados

RMV	Renda Mensal Vitalícia
RTSI	<i>Russian Trading System Index</i>
S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SCPC	Serviço Central de Proteção ao Crédito
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
Sensex	<i>Bombay Stock Exchange Sensitive Index</i>
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
TAF	<i>Term Auction Facility</i>
TN	Tesouro Nacional
TSLF	<i>Term Securities Lending Facility</i>
UE	União Européia
VaR	Valor em Risco
VIX	Índice de Volatilidade da <i>Chicago Board Options Exchange</i>