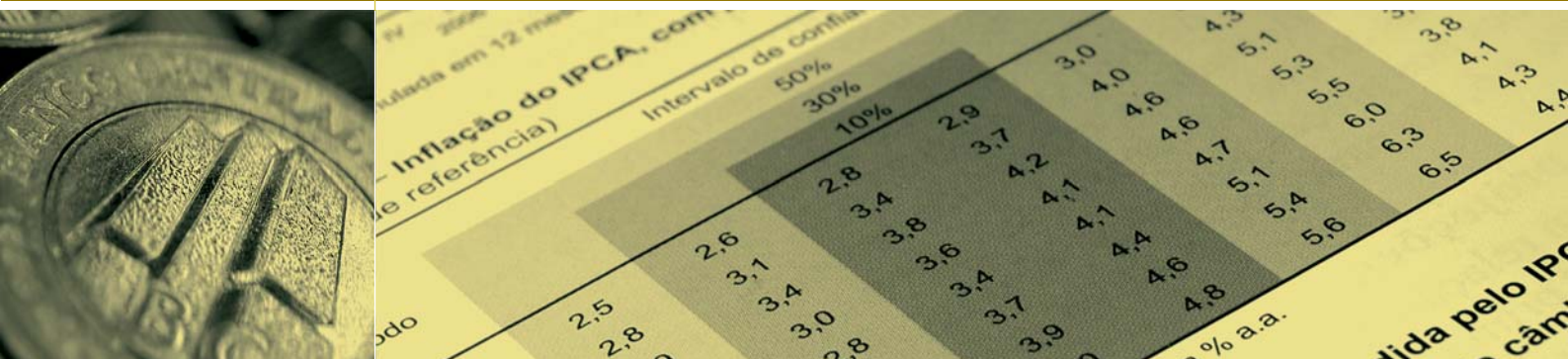


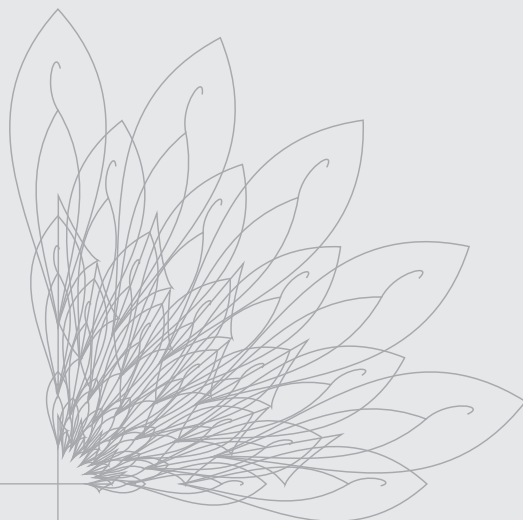
# Relatório de Inflação



Dezembro 2008

Volume 10 – Número 4





# Relatório de Inflação



Dezembro 2008  
Volume 10 – Número 4



|                       |          |       |      |      |      |          |
|-----------------------|----------|-------|------|------|------|----------|
| Relatório de Inflação | Brasília | v. 10 | nº 4 | dez. | 2008 | p. 1-199 |
|-----------------------|----------|-------|------|------|------|----------|



# Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 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](mailto:depec@bcb.gov.br))

**Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**

(E-mail: [conep.depep@bcb.gov.br](mailto:conep.depep@bcb.gov.br))

**Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)**

(E-mail: [gerin@bcb.gov.br](mailto:gerin@bcb.gov.br))

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 10, nº 4.

## 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](mailto:editor@bcb.gov.br)

Tiragem: 780 exemplares

## Convenções estatísticas

- ... dados desconhecidos.
  - dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
- 0 ou 0,0 menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
- \* dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-1975) 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, 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

---

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Apresentação</b>  | <b>5</b>  |
| <b>Sumário executivo</b>   | <b>7</b>  |
| <b>Nível de atividade</b>  | <b>11</b> |
| 1.1 Comércio varejista   | 12        |
| 1.2 Produção   | 15        |
| Agropecuária   | 15        |
| Lavoura  | 15        |
| Pecuária   | 17        |
| Produção industrial  | 17        |
| 1.3 Mercado de trabalho  | 20        |
| Emprego  | 20        |
| Rendimentos  | 22        |
| 1.4 Produto Interno Bruto  | 22        |
| 1.5 Investimentos  | 24        |
| 1.6 Conclusão  | 30        |
| <b>Preços</b>  | <b>31</b> |
| 2.1 Índices gerais   | 31        |
| 2.2 Índices de preços ao consumidor                                      | 32        |
| Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo                            | 32        |
| 2.3 Preços monitorados   | 33        |
| 2.4 Núcleo de inflação   | 33        |
| 2.5 Expectativas de mercado  | 34        |
| 2.6 Conclusão  | 35        |
| <b>Políticas creditícia, monetária e fiscal</b>                          | <b>37</b> |
| 3.1 Crédito  | 37        |
| Operações de crédito com recursos direcionados                           | 38        |
| Operações de crédito com recursos livres                                 | 39        |
| 3.2 Agregados monetários   | 41        |
| Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto | 42        |
| Taxas de juros reais e expectativa de mercado                            | 43        |
| Mercado de capitais  | 43        |
| Aplicações financeiras   | 44        |

|  |    |
|--|----|
| 3.3 Política fiscal                            | 50 |
| Necessidades de financiamento do setor público | 50 |
| Dívida mobiliária federal                      | 54 |
| Dívida líquida e bruta                         | 56 |
| 3.4 Conclusão                                  | 57 |

## **Economia internacional** **59**

|   |    |
|---|----|
| 4.1 Atividade Econômica                 | 60 |
| 4.2 Política monetária e inflação       | 62 |
| 4.3 Mercados financeiros internacionais | 65 |
| 4.4 <i>Commodities</i>                  | 69 |
| 4.4.1 Petróleo                          | 70 |
| 4.5 Conclusão                           | 72 |

## **Setor externo** **89**

|   |     |
|---|-----|
| 5.1 Movimento de câmbio                     | 90  |
| 5.2 Comércio de bens                        | 90  |
| 5.3 Serviços e renda                        | 94  |
| 5.4 Conta financeira                        | 95  |
| 5.5 Indicadores de sustentabilidade externa | 106 |
| 5.6 Conclusão                               | 112 |

## **Perspectivas para a inflação** **119**

|  |     |
|--|-----|
| 6.1 Determinantes da inflação  | 120 |
| 6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária | 131 |
| 6.3 Pressupostos e previsão de inflação  | 140 |

## **Boxes**

|   |     |
|---|-----|
| PIB – Revisão da projeção para 2008 e da projeção para 2009   | 26  |
| Atuação do Banco Central para Ampliação da Liquidez em Moeda Nacional   | 45  |
| Crise Financeira Internacional: respostas governamentais  | 73  |
| Crise Financeira Internacional – Atuação do governo brasileiro no fornecimento de liquidez em moeda estrangeira | 98  |
| Mudanças Recentes no Passivo Externo Brasileiro   | 107 |
| Projeções para o Balanço de Pagamentos  | 114 |
| Repasse Cambial para os Preços  | 145 |
| Persistência Inflacionária  | 151 |
| Inflação Observada e Metas para a Inflação: a experiência internacional e o Brasil                              | 156 |

## **Anexo** **161**

## **Apêndice** **193**

# 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 de Inflação" é constituído de seis capítulos: Nível de atividade; Preços; Políticas creditícia, monetária e fiscal; Economia internacional; Setor externo; e Perspectivas para a inflação. Em relação ao nível de atividade, são analisados a evolução das vendas no varejo, os estoques, a produção, o mercado de trabalho e o investimento. No capítulo seguinte, a análise sobre o comportamento dos preços focaliza os resultados obtidos no trimestre, decorrentes das decisões de política monetária e das condições reais da economia que independem da ação governamental. No capítulo relativo a políticas creditícia, monetária e fiscal, a análise é centrada no desempenho do crédito e do mercado financeiro, assim como na execução orçamentária. No capítulo sobre economia internacional, apresenta-se 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

---

Os mercados financeiros internacionais experimentam forte pressão desde setembro, evidenciada pela apreciação acentuada e generalizada do dólar norte-americano em relação às moedas das principais economias maduras – exceto a do Japão – e de emergentes. A esse respeito, não menos significativas foram as perdas registradas nos índices das principais bolsas de valores e o aumento acentuado da aversão ao risco, que se refletiu nos patamares historicamente muito elevados de *spreads* de crédito bancário.

No trimestre encerrado em setembro, o ritmo de atividade econômica foi intenso, sustentado essencialmente pelo dinamismo da demanda interna. Por outro lado, no ambiente atual, caracterizado pela perspectiva de redução acentuada do crescimento da economia global, a manutenção dos sólidos fundamentos macroeconômicos na economia brasileira não constitui condição suficiente para evitar que desdobramentos da crise internacional se propaguem internamente, por exemplo, com repercussões sobre balanço de pagamentos e atividade. Certamente, os impactos sobre a economia brasileira serão menores do que os que têm sido observados em outras economias relevantes. Ainda assim, a perspectiva para o nível da atividade no último trimestre de 2008 e em 2009 mostra-se menos favorável. Essa avaliação é apoiada, por exemplo, pela redução no grau de confiança de consumidores e de empresários, bem como pelos primeiros resultados relativos ao quarto trimestre, que evidenciam arrefecimento na produção da indústria e nos investimentos.

A acentuada contração da liquidez em escala global traduziu-se na restrição ao acesso de bancos e empresas nacionais a linhas de crédito externas, o que, por sua vez, ocasionou estreitamento da liquidez no mercado de moeda externa. Esse fato, potencializado pela crescente aversão ao risco, contribuiu para que se verificasse subsequente redução das operações no mercado interbancário doméstico. Nesse ambiente, o Banco Central adotou diversas medidas, objetivando prover liquidez em moeda estrangeira, ao tempo em que promoveu alterações nas regras relativas

aos recolhimentos compulsórios e estabeleceu incentivos à negociação de ativos entre instituições financeiras, com vistas à normalização do mercado monetário doméstico.

Nesse contexto, a forte expansão do crédito verificada nos últimos trimestres tende a acomodação. Esse processo deve ser liderado pela desaceleração, já iniciada, nas operações com pessoas físicas, em especial nas relativas a crédito consignado e a aquisição de veículos, que vinham registrando expansão mais significativa nos últimos anos. Ressalte-se que o arrefecimento nessas operações reflete, do lado da oferta, mais seletividade nas concessões; e do lado da demanda, elevação das taxas de juros e encurtamento dos prazos, bem como redução do otimismo dos consumidores. As operações de crédito no segmento de pessoas jurídicas, por sua vez, revelaram aumento na demanda por recursos no sistema bancário e conservaram crescimento robusto, em parte repercutindo a escassez de fontes de financiamento externas e a perda de dinamismo do mercado de capitais doméstico.

A arrecadação dos governos federal e regionais evoluiu em linha com o desempenho da atividade e proporcionou superávits primários acumulados no ano e em doze meses compatíveis com a meta estabelecida para este ano. Por outro lado, com a perspectiva de menos crescimento no próximo ano, o impacto sobre as receitas públicas não pode ser desprezado, assim como o eventual incremento de despesas em itens como o seguro-desemprego. A reestimativa de receitas e despesas para o próximo ano, visando à preservação do superávit primário, indica o enfrentamento da questão, com a manutenção da responsabilidade fiscal e dos objetivos de redução da razão entre Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e Produto Interno Bruto (PIB). Além disso, não se pode desconhecer que a composição do endividamento líquido do setor público revela-se confortável, comparativamente à registrada em situações anteriores de estresse no mercado internacional, em parte devido ao expressivo volume de créditos líquidos atrelados ao câmbio.

O desempenho das contas externas nos dez primeiros meses do ano não sugere dificuldades para o financiamento do balanço de pagamentos em 2008. De fato, os fluxos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) deverão superar os registrados em 2007, e a rolagem da dívida privada deverá manter-se acima de 100%. Para 2009, a restrição do crédito externo e a redução no ritmo da atividade econômica internacional poderão determinar piora no resultado do balanço de pagamentos. Deverão prevalecer, no entanto, condições adequadas ao seu financiamento, que ainda será favorecido pelo patamar das



reservas internacionais e pela antecipação de contratações feitas pelo Tesouro Nacional. Não se pode desconhecer, contudo, que o setor privado enfrentará condições mais adversas para renovação de empréstimos, comparativamente às experimentadas nos últimos cinco anos, com impactos negativos sobre os prazos e os custos de contratação.

O resultado da conta corrente em 2009 deverá ser influenciado, no âmbito da balança comercial, por possível redução nas exportações – a extensão estará associada ao comportamento dos preços das *commodities*, à magnitude e à duração da retração da atividade econômica nos principais mercados de destino dos produtos brasileiros –, bem como nas importações, as quais deverão responder à elevação de preços decorrente da depreciação do real e à desaceleração na atividade econômica interna. Em relação à conta serviços, o déficit em transportes deverá recuar, em linha com a redução da corrente de comércio, e o saldo negativo em viagens internacionais deverá apresentar redução expressiva, refletindo essencialmente a depreciação da taxa de câmbio. As despesas líquidas de renda certamente serão afetadas pela diminuição da rentabilidade das empresas, pelos efeitos da taxa de câmbio mais depreciada e pelas perdas de investidores estrangeiros em renda variável, que se traduzem em redução dos estoques de investimentos.

A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 5,61% no acumulado do ano até novembro, ante 3,69% registrado no mesmo período de 2007. Além disso, note-se que desde janeiro a taxa acumulada posiciona-se acima do valor central para a meta. De fato, a inflação em doze meses até novembro situou-se em 6,39%, ante 4,19% em novembro de 2007. Além disso, note-se que, também em doze meses, tanto os preços de bens comercializáveis quanto os de itens não comercializáveis mostraram aceleração. Essa dinâmica deveu-se, em grande parte, ao descompasso entre o ritmo de expansão da demanda doméstica e o da oferta. É plausível supor que esse desequilíbrio seja suavizado neste e nos próximos trimestres, em grande parte, devido aos desdobramentos de crise financeira internacional e aos efeitos defasados das ações de política monetária implementadas em 2008. Ainda assim, não se consolidou o processo de reversão da tendência de afastamento da inflação em relação à trajetória de metas, que se verifica desde o final de 2007.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 6,2% em 2008, patamar 0,1 pontos percentuais (p.p.) superior ao projetado no “Relatório de

Inflação” de setembro, marcadamente superior ao valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Para 2009, a projeção da inflação acumulada em doze meses parte de 6,3% no primeiro trimestre e atinge 4,7% no último. Para o quarto trimestre de 2010, a projeção se encontra em 4,2%. Destaca-se que o recuo da projeção de inflação em 2009 e em 2010, no cenário de referência, reflete essencialmente os efeitos da elevação na taxa Selic determinada em 2008 e o fato de a expectativa de inflação para 2009 e 2010 se encontrar em patamar inferior ao da expectativa para 2008.

No cenário de mercado, a projeção de 6,2% para a inflação em 2008 supera em 0,2 p.p. a constante do último “Relatório de Inflação” e coincide com a associada ao cenário de referência. A projeção de inflação acumulada em doze meses recua para 6,1% no primeiro trimestre de 2009, segue na mesma tendência e encerra o ano em 4,5%, igualando-se, portanto, ao valor central para a meta estabelecida pelo CMN. Esse movimento, em parte, reflete a expectativa de apreciação da taxa de câmbio em 2009. Ainda de acordo com o cenário de mercado, a projeção para a inflação acumulada em doze meses alcança 4,3% no último trimestre de 2010.

De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2008 elevou-se para 5,6%, 0,6 p.p. acima do valor projetado no “Relatório de Inflação” de setembro, e a projeção para 2009 encontra-se em 3,2%.

A análise do setor real da economia brasileira realizada no "Relatório de Inflação" anterior indicava que o desempenho robusto, tanto da atividade industrial quanto das vendas do comércio varejista e do PIB, não sugeria, mesmo no ambiente de mais rigidez na condução da política monetária, a ocorrência, nos meses seguintes, de redução acentuada no ritmo de crescimento do nível da atividade.

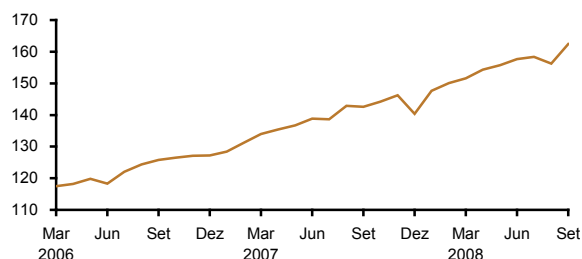
O agravamento, a partir de meados de setembro, da crise financeira internacional iniciada no mercado *subprime* americano, em 2007, incorporou expressivo grau de incerteza à perspectiva relacionada ao crescimento da economia mundial, expresso em sinais evidentes de recessão nas economias maduras e de arrefecimento no ritmo de expansão das economias emergentes. Nesse ambiente, em que a manutenção dos sólidos fundamentos macroeconômicos observados na economia brasileira não constitui condição suficiente para evitar que desdobramentos da severa crise mundial se propaguem internamente, ainda que amenize tal processo, a perspectiva referente à evolução do nível da atividade no último trimestre de 2008 e em 2009 mostra-se menos favorável, projetando-se, em linha com as reduções já observadas no otimismo tanto de consumidores quanto de empresários, relativa acomodação no ritmo de crescimento da indústria, das vendas varejistas e dos indicadores de emprego.

Ressalte-se que, tendo em vista o período analisado neste relatório, a evolução de algumas variáveis poderá refletir o novo ambiente econômico de maneira apenas parcial, não incorporando eventual reversão em sua trajetória.

## 1.1 – Comércio varejista

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

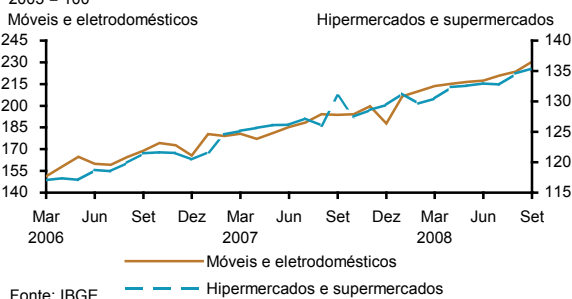
Dados dessazonalizados  
2003 = 100



Fonte: IBGE

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

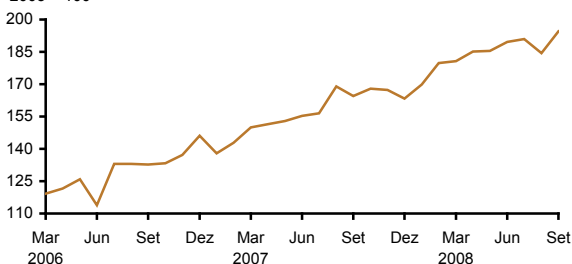
Dados dessazonalizados  
2003 = 100



Fonte: IBGE

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

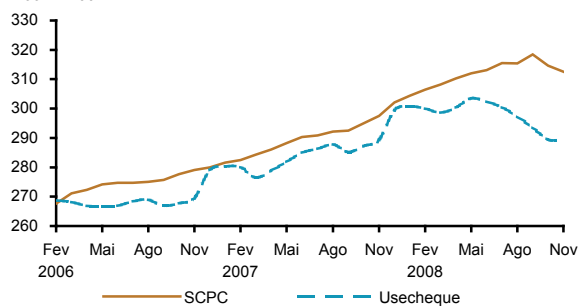
Dados dessazonalizados  
2003 = 100



Fonte: IBGE

**Gráfico 1.4 – Indicadores de comércio varejista**

Dados dessazonalizados – Média móvel trimestral  
1992 = 100



Fonte: ACSP

As vendas do comércio varejista mantinham-se, ao término do terceiro trimestre, na trajetória de expansão registrada no primeiro semestre do ano, evolução consistente tanto com as condições favoráveis dos mercados de crédito e de trabalho, quanto com o nível elevado dos indicadores de confiança dos consumidores. Os primeiros resultados disponíveis para o quarto trimestre sugerem, entretanto, acomodação dos indicadores varejistas. Nesse sentido, as vendas do setor automobilístico registraram recuo acentuado em outubro e novembro, movimento associado à restrição ao crédito decorrente da intensificação da crise financeira internacional, e os indicadores de expectativa dos consumidores, embora ainda em patamar de otimismo, passaram a evidenciar o novo momento experimentado pela economia mundial.

Segundo a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o volume de vendas no comércio varejista ampliado aumentou 2% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em junho, considerados dados dessazonalizados, representando o décimo sexto resultado positivo em seqüência, nesse tipo de comparação. Registrou-se, no período, aumento nas vendas de todos os segmentos varejistas, à exceção do recuo de 0,9% em tecidos, vestuário e calçados, com ênfase no dinamismo dos setores equipamentos e material para escritório, 11,6%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 5,1%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria, 4,2%; móveis e eletrodomésticos, 3,9%; e material de construção, 2,6%. As vendas relativas a hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, com peso aproximado de 30% na pesquisa, cresceram 1,2% no período, desempenho explicado, em parte, pelo aumento dos preços dos alimentos.

As vendas do comércio varejista ampliado elevaram-se 13,8% nos nove primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2007. Esse desempenho refletiu a ocorrência de expansão em todas as regiões do país, com destaque para o aumento registrado no Centro-Oeste, 15,7%; no Sudeste, 14,8%; e no Sul, 14,4%. As vendas varejistas, consideradas por unidades da Federação, registraram, igualmente, expansão generalizada no período, com ênfase nos resultados observados em São Paulo, 13,9%; no Rio Grande do Norte, 13,2%; na Paraíba, 12,9%; em Rondônia, 12,9%; e em Mato Grosso, 12,3%.

**Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas no varejo**

| Discriminação                                    | Variação percentual |      |      |      |
|--|---------------------|------|------|------|
|  | 2008                |      |      |      |
|  | Jun                 | Jul  | Ago  | Set  |
| <b>No mês<sup>1/</sup></b>                       |                     |      |      |      |
| Comércio varejista                               | 1,1                 | 0,1  | 1,1  | 1,2  |
| Combustíveis e lubrificantes                     | 1,8                 | 0,3  | 0,2  | 0,1  |
| Hiper, supermercados                             | 0,3                 | -0,1 | 1,4  | 0,6  |
| Tecidos, vestuário e calçados                    | 1,6                 | -3,0 | 0,8  | 2,8  |
| Móveis e eletrodomésticos                        | 0,4                 | 1,5  | 1,2  | 3,1  |
| Art. farmacêuticos, médicos                      | 1,1                 | 1,4  | 1,1  | 2,9  |
| Livros, jornais, rev. e papelaria                | 1,6                 | -0,5 | -0,6 | 2,2  |
| Equip. e mat. para escritório                    | 2,0                 | 3,1  | 3,9  | 6,9  |
| Outros arts. de uso pessoal                      | -0,7                | 4,0  | -1,0 | 1,9  |
| Comércio varejista ampliado                      | 1,2                 | 0,4  | -1,3 | 4,0  |
| Materiais de construção                          | 1,5                 | 1,3  | -0,8 | 1,0  |
| Automóveis e motocicletas                        | 2,2                 | 0,8  | -3,4 | 5,5  |
| <b>Trimestre/trimestre anterior<sup>1/</sup></b> |                     |      |      |      |
| Comércio varejista                               | 2,3                 | 2,7  | 2,5  | 2,4  |
| Combustíveis e lubrificantes                     | 4,4                 | 4,0  | 3,5  | 2,3  |
| Hiper, supermercados                             | 1,7                 | 1,5  | 1,2  | 1,2  |
| Tecidos, vestuário e calçados                    | 3,0                 | 1,5  | -0,6 | -0,9 |
| Móveis e eletrodomésticos                        | 3,0                 | 2,5  | 2,5  | 3,9  |
| Art. farmacêuticos, médicos                      | 3,8                 | 4,7  | 3,9  | 4,2  |
| Livros, jornais, rev. e papelaria                | 3,0                 | 2,3  | 1,9  | 1,1  |
| Equip. e mat. para escritório                    | 9,2                 | 8,7  | 10,6 | 11,6 |
| Outros arts. de uso pessoal                      | 1,0                 | 4,6  | 4,5  | 5,1  |
| Comércio varejista ampliado                      | 4,1                 | 3,5  | 2,3  | 2,0  |
| Materiais de construção                          | 4,6                 | 3,8  | 3,4  | 2,6  |
| Automóveis e motocicletas                        | 5,6                 | 3,7  | 2,5  | 1,7  |
| <b>No ano</b>                                    |                     |      |      |      |
| Comércio varejista                               | 10,6                | 10,7 | 10,6 | 10,4 |
| Combustíveis e lubrificantes                     | 8,2                 | 9,2  | 9,6  | 10,0 |
| Hiper, supermercados                             | 5,9                 | 5,8  | 6,1  | 5,5  |
| Tecidos, vestuário e calçados                    | 11,6                | 11,1 | 10,2 | 10,1 |
| Móveis e eletrodomésticos                        | 18,5                | 18,6 | 17,9 | 18,3 |
| Art. farmacêuticos, médicos                      | 12,7                | 13,1 | 12,5 | 12,9 |
| Livros, jornais, rev. e papelaria                | 11,5                | 11,3 | 10,6 | 10,8 |
| Equip. e mat. para escritório                    | 30,9                | 30,9 | 31,3 | 33,7 |
| Outros arts. de uso pessoal                      | 21,5                | 21,6 | 20,7 | 20,3 |
| Comércio varejista ampliado                      | 14,3                | 14,6 | 13,5 | 13,8 |
| Materiais de construção                          | 11,2                | 12,5 | 11,2 | 11,5 |
| Automóveis e motocicletas                        | 22,3                | 22,7 | 19,7 | 20,7 |

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

A receita nominal do comércio varejista ampliado, acumulada nos primeiros nove meses de 2008, aumentou 19% em relação ao mesmo período do ano anterior, em decorrência da elevação de 13,8% no volume de vendas e de 4,6% nos preços. Ressalte-se que todos os dez segmentos pesquisados apresentaram taxas de crescimento da receita nominal superiores à variação de 4,4% registrada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) no mesmo período. Destacou-se a expansão nas receitas nominais relativas a artigos de uso pessoal e doméstico, 25,9%; veículos, motos, partes e peças, 23,8%; materiais de construção, 20,5%; e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 17,4%. Ressalta-se que a expansão neste último segmento refletiu, em especial, a elevação de 11,3% observada nos preços, a maior entre os dez segmentos pesquisados.

As vendas do comércio automobilístico apresentaram, no início do quarto trimestre, alteração na tendência de crescimento verificada em 2008. Nesse sentido, estatísticas da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave) revelam que as vendas de automóveis e comerciais leves recuaram 26,3% em novembro, em relação ao mesmo período de 2007. De acordo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), as vendas de autoveículos nacionais no mercado interno decresceram 28%, na mesma base de comparação. Apesar de haver mais cautela dos consumidores no atual cenário de agravamento da crise financeira internacional, a recente redução das taxas de juros praticadas pelas montadoras nos financiamentos ao consumidor poderá favorecer a reação das vendas do segmento no final de 2008 e no início de 2009.

Indicadores do comércio do estado de São Paulo também sinalizam arrefecimento das vendas no final do terceiro trimestre e no início do quarto. De acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), o número de consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC), indicador relacionado às vendas de bens duráveis, recuou 0,9% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao finalizado em agosto, após apresentar variações de -0,3% e 1,7% nos trimestres encerrados em outubro e em setembro, respectivamente. As consultas ao Usecheque, indicador de compras à vista, relacionado mais diretamente a bens não duráveis, retraíram 2,6% no período, representando o quinto resultado negativo nessa base de comparação.

Os indicadores de inadimplência, repetindo o comportamento delineado em Relatórios de Inflação

**Tabela 1.2 – Índice de vendas no varejo – Brasil**  
Setembro de 2008

| Discriminação                     | Variação % acumulada no ano |        |        |
|-----------------------------------|-----------------------------|--------|--------|
|                                   | Receita nominal             | Volume | Preços |
| Comércio varejista                | 16,3                        | 10,4   | 5,3    |
| Combustíveis e lubrificantes      | 9,8                         | 10,0   | -0,2   |
| Hiper, supermercados              | 17,4                        | 5,5    | 11,3   |
| Tecidos, vestuário e calçados     | 15,6                        | 10,1   | 5,0    |
| Móveis e eletrodomésticos         | 13,7                        | 18,3   | -3,9   |
| Art. farmacêuticos, médicos,      | 15,4                        | 12,9   | 2,2    |
| Equip. e mat. para escritório,    | 12,7                        | 10,8   | 1,7    |
| Livros, jornais, rev. e papelaria | 15,8                        | 33,7   | -13,4  |
| Outros arts. de uso pessoal,      | 25,9                        | 20,3   | 4,7    |
| Comércio varejista ampliado       | 19,0                        | 13,8   | 4,6    |
| Automóveis e motocicletas         | 23,8                        | 20,7   | 2,6    |
| Materiais de construção           | 20,5                        | 11,5   | 8,1    |

Fonte: IBGE

**Tabela 1.3 – Indicadores de inadimplência**

| Discriminação                    | 2008 |     |     |     |      |     | Ano <sup>1/</sup> |
|----------------------------------|------|-----|-----|-----|------|-----|-------------------|
|                                  | Jun  | Jul | Ago | Set | Out  | Nov |                   |
| Cheques devolvidos <sup>2/</sup> |      |     |     |     |      |     |                   |
| Brasil                           | 5,6  | 5,8 | 5,6 | 5,6 | 6,5  | ... | 6,0               |
| Norte                            | 8,4  | 8,7 | 8,4 | 9,1 | 10,4 | ... | 9,2               |
| Nordeste                         | 8,5  | 8,9 | 8,5 | 8,4 | 10,4 | ... | 9,1               |
| Sudeste                          | 5,1  | 5,4 | 5,1 | 5,0 | 5,7  | ... | 5,5               |
| Centro-Oeste                     | 6,1  | 6,4 | 6,4 | 6,5 | 7,7  | ... | 6,8               |
| Sul                              | 5,2  | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 6,3  | ... | 5,7               |
| SCPC (SP) <sup>3/</sup>          | 5,7  | 6,3 | 6,7 | 5,9 | 6,4  | 6,4 | 6,8               |

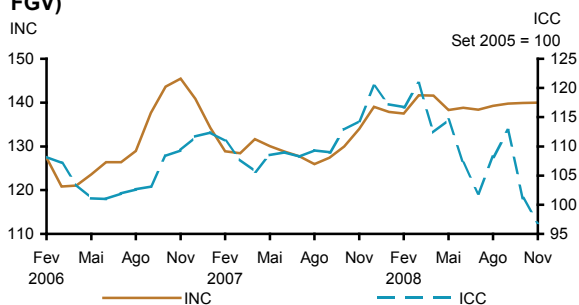
Fonte: Banco Central do Brasil e ACSP

1/ Média no ano.

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

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

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



Fonte: ACSP e FGV

anteriores, mantiveram-se em patamar compatível com o nível das vendas no varejo e apresentaram estabilidade em relação ao mesmo período do ano anterior. A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 6%, em média, nos dez primeiros meses do ano, ante 6,3% no período correspondente de 2007. As taxas mais elevadas continuaram a ocorrer no Norte, 9,2%, e no Nordeste, 9,1%, seguindo-se as relativas ao Centro-Oeste, 6,8%, ao Sul, 5,7%, e ao Sudeste, 5,5%.

Estatísticas da ACSP, relativas ao estado de São Paulo, indicam que a inadimplência no estado atingiu, em média, 6,8%, nos onze primeiros meses do ano, ante 6,1% em igual intervalo de 2007.

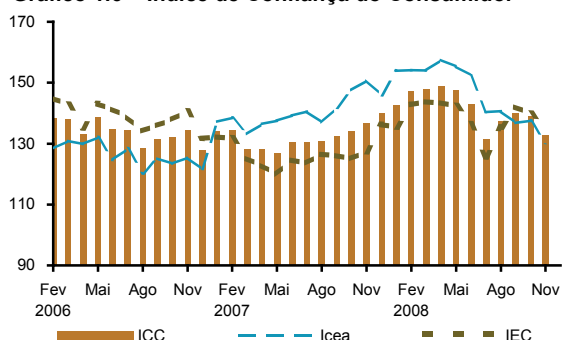
As pesquisas destinadas à avaliação da expectativa dos consumidores, após revelarem continuidade do otimismo em patamar elevado no terceiro trimestre, passaram a apresentar relativa deterioração no início do trimestre seguinte, evolução compatível com o agravamento da crise financeira internacional.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), atingiu, em novembro, o menor patamar da série histórica, iniciada em setembro de 2005, registrando retração de 4,2% em relação ao mês anterior e de 15,2% ante novembro de 2007. O resultado mensal decorreu de recuo de 3,3% no Índice de Expectativas (IE) e de 5,7% no Índice da Situação Atual (ISA), com ênfase na deterioração do componente situação da economia local.

O Índice Nacional de Confiança (INC), mensurado pela Ipsos Public Affairs (Ipsos) para a ACSP, com entrevistas realizadas entre 20 e 30 de novembro, atingiu 139,8 pontos em novembro, ante 139,9 pontos em outubro e 134 pontos em igual mês de 2007. A análise dos componentes do indicador revela arrefecimento nos indicadores de curto prazo, tanto em relação à situação da economia do local em que o consumidor reside quanto em relação à situação financeira pessoal. Por região, o resultado anual revelou mais otimismo dos consumidores do Sul – elevação recorde de 18,3% – e redução de 5,4% no indicador relativo ao Sudeste.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), de periodicidade trimestral, divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), com base na pesquisa realizada entre 19 e 22 de setembro, aumentou 5,3% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em julho, e 4,1% ante o mesmo período de 2007. Com esse resultado, o Inec atingiu o segundo maior valor

**Gráfico 1.6 – Índice de Confiança do Consumidor**



Fonte: Fecomercio SP

da série histórica, iniciada em 2001, situando-se próximo ao recorde observado em setembro de 2006. O resultado trimestral refletiu aumento em todos os componentes do índice, com ênfase na melhora da expectativa relacionada à inflação e ao desemprego. Ressalte-se que esse indicador, tendo em vista o período em que a pesquisa foi realizada, não refletiu, ainda, os desdobramentos da intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais.

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), restrito à região metropolitana de São Paulo, apresentou, em novembro, redução de 4,5% em relação a outubro e de 3% ante o mesmo mês do ano anterior, conservando-se, ainda, no patamar de otimismo. O resultado mensal traduziu o recuo registrado no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), 4%, componente que representa 60% do índice geral, e no Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea), 5,3%. Embora tenha apresentado arrefecimento em relação a outubro, o ICC encontra-se em patamar de otimismo.

## 1.2 Produção

### Agropecuária

Segundo as Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo IBGE, a produção do setor agropecuário cresceu 6,7% nos nove primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período de 2007, favorecida pelo desempenho robusto das culturas de arroz, milho, feijão, soja, trigo, café e cana-de-açúcar. A pecuária, refletindo menos dinamismo das exportações, não repetiu os resultados registrados em 2007.

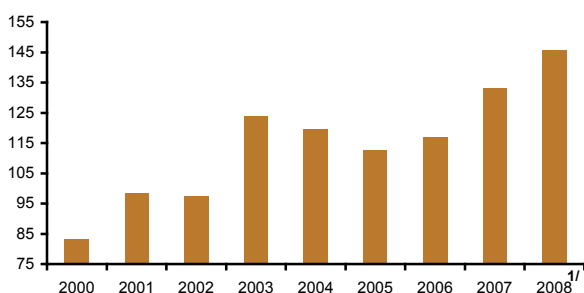
### Lavoura

De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) realizado pelo IBGE, em colaboração com a Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), a safra de grãos deverá atingir o recorde de 145,7 milhões de toneladas em 2008, elevando-se 9,4% em relação ao ano anterior, resultado de expansão de 5,1% na produtividade média e de 4,1% na área cultivada.

A produção de soja é estimada em 59,9 milhões de toneladas, 3,4% superior à observada no ano anterior, quando crescera 10,7%, expansão associada, exclusivamente, ao aumento da área cultivada.

**Gráfico 1.7 – Produção de grãos**

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE  
1/ Estimativa.

**Tabela 1.4 – Produção agrícola**

| Discriminação     | Em mil toneladas |                    |                         |
|-------------------|------------------|--------------------|-------------------------|
|                   | Produção<br>2007 | 2008 <sup>1/</sup> | Variação %<br>2008/2007 |
| Produção de grãos | 133 101          | 145 656            | 9,4                     |
| Caroço de algodão | 2 498            | 2 437              | -2,4                    |
| Arroz (em casca)  | 11 048           | 12 122             | 9,7                     |
| Feijão            | 3 245            | 3 455              | 6,5                     |
| Milho             | 51 831           | 58 698             | 13,3                    |
| Soja              | 57 952           | 59 920             | 3,4                     |
| Trigo             | 4 089            | 5 865              | 43,4                    |
| Outros            | 2 438            | 3 159              | 29,6                    |

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

A safra de milho totalizou 58,7 milhões de toneladas. O aumento anual de 13,3% traduziu elevação de 8,7% no rendimento médio, em linha com as condições climáticas favoráveis à época de cultivo, e de 4,1% na área plantada.

A colheita de arroz deverá somar 12,1 milhões de toneladas, registrando aumento de 9,7% em relação ao ano anterior. Esse resultado, em cenário de redução de 1,1% na área colhida, evidenciou o crescimento de 11% observado na produtividade média da cultura.

A safra de feijão aumentou 6,5% no ano, totalizando 3,5 milhões de toneladas, resultado de aumento de 7,8% na produtividade média e de recuo de 1,3% na área colhida.

A safra de caroço de algodão herbáceo atingiu 2,4 milhões de toneladas, recuando 2,4% em relação a 2007. A área plantada decresceu 5,2%, e o rendimento médio aumentou 3% no período.

A cultura de trigo é estimada em 5,9 milhões de toneladas. O crescimento anual de 43,4% esteve associado a expansão na área cultivada, 29,6%, e na produtividade média, 10,7%. Os investimentos realizados e a maior ocupação de áreas cultiváveis pela cultura traduziram tanto a elevada demanda pelo grão, em especial, no mercado interno, quanto o patamar elevado das cotações internacionais observadas no período de seu plantio.

A produção de café, explicitando o aumento de 26,6% na produtividade média, associado ao ciclo bianual de alta da cultura, apresentou crescimento de 24,3% em relação a 2007, totalizando 2,8 milhões de toneladas.

A colheita de cana-de-açúcar atingiu 651,5 milhões de toneladas. A expansão anual de 18,9% refletiu crescimento de 16,2% na área colhida e de 2,3% na produtividade média.

De acordo com o segundo prognóstico, realizado pelo IBGE em novembro, a safra de grãos deverá totalizar 140,2 milhões de toneladas em 2009. A redução anual, projetada em 3,8%, estará condicionada, em especial, à contração esperada de 4,6% no rendimento médio, contrabalançada, em parte, por crescimento da ordem de 0,9% na área plantada. Ressalte-se que estão previstos resultados favoráveis para as culturas direcionadas mais intensamente ao mercado interno, contrastando com a perspectiva menos favorável em relação àquelas destinadas, em especial, ao mercado externo.



## Pecuária

**Tabela 1.5 – Produção da pecuária**

Peso total das carcaças

| Discriminação | Variação % acumulada no ano |      |      |       |      |      |      |
|---------------|-----------------------------|------|------|-------|------|------|------|
|               | 2007                        | 2008 |      |       |      |      |      |
|               |                             | Jan  | Fev  | Mar   | Abr  | Mai  | Jun  |
| Bovinos       | 2,4                         | -6,6 | -6,2 | -10,3 | -7,0 | -7,2 | -6,2 |
| Suínos        | 7,9                         | 1,6  | 3,9  | 1,5   | 4,6  | 3,6  | 4,3  |
| Aves          | 10,1                        | 19,0 | 21,7 | 17,5  | 19,5 | 16,9 | 16,4 |

Fonte: IBGE

De acordo com a Pesquisa Trimestral de Abate de Animais, divulgada pelo IBGE, a produção de bovinos alcançou 1,7 milhão de toneladas no segundo trimestre do ano, recuando 2% em relação ao mesmo período de 2007. Considerada a mesma base de comparação, a produção de aves e de suínos atingiu 2,6 milhões e 0,7 milhão de toneladas, apresentando aumento de 15,4% e 7%, respectivamente.

As exportações de carnes bovina e suína totalizaram, na ordem, 904,6 mil e 419,3 mil toneladas nos primeiros dez meses de 2008, recuando 18,6% e 5,9%, respectivamente, em relação ao período correspondente do ano anterior, e as relativas a carnes de aves cresceram 13,9% no período, situando-se em 2,8 milhões de toneladas.

## Produção industrial

A atividade industrial, embora com relativo arrefecimento, manteve-se em crescimento no trimestre encerrado em outubro. Os índices de expectativa, entretanto, sinalizam que a desaceleração do crescimento da atividade industrial deverá prosseguir nos próximos meses. Contrastando com esse ambiente, a produção de bens de capital, em especial daqueles direcionados à agricultura, apresentou dinamismo acentuado.

**Tabela 1.6 – Produção industrial**

| Discriminação                              | Variação percentual |      |     |      |
|--|---------------------|------|-----|------|
|  | 2008                |      |     |      |
|  | Jul                 | Ago  | Set | Out  |
| <b>Indústria geral</b>                     |                     |      |     |      |
| No mês <sup>1/</sup>                       | 1,4                 | -1,5 | 1,5 | -1,7 |
| Trimestre/trimestre anterior <sup>1/</sup> | 1,8                 | 2,8  | 2,6 | 0,8  |
| Mesmo mês do ano anterior                  | 8,8                 | 1,9  | 9,6 | 0,8  |
| Acumulado no ano                           | 6,7                 | 6,0  | 6,4 | 5,8  |
| Acumulado em 12 meses                      | 6,9                 | 6,4  | 6,8 | 5,9  |
| <b>Indústria de transformação</b>          |                     |      |     |      |
| No mês <sup>1/</sup>                       | 1,0                 | -1,3 | 1,7 | -2,0 |
| Trimestre/trimestre anterior <sup>1/</sup> | 1,6                 | 2,7  | 2,5 | 0,9  |
| Mesmo mês do ano anterior                  | 8,8                 | 1,6  | 9,6 | 0,4  |
| Acumulado no ano                           | 6,7                 | 6,0  | 6,4 | 5,7  |
| Acumulado em 12 meses                      | 6,9                 | 6,4  | 6,8 | 5,8  |
| <b>Extrativa mineral</b>                   |                     |      |     |      |
| No mês <sup>1/</sup>                       | 1,4                 | 0,6  | 0,3 | -0,3 |
| Trimestre/trimestre anterior <sup>1/</sup> | 2,6                 | 4,0  | 3,2 | 1,9  |
| Mesmo mês do ano anterior                  | 8,5                 | 8,5  | 9,7 | 7,2  |
| Acumulado no ano                           | 6,9                 | 7,1  | 7,4 | 7,4  |
| Acumulado em 12 meses                      | 6,4                 | 6,6  | 7,0 | 7,3  |

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

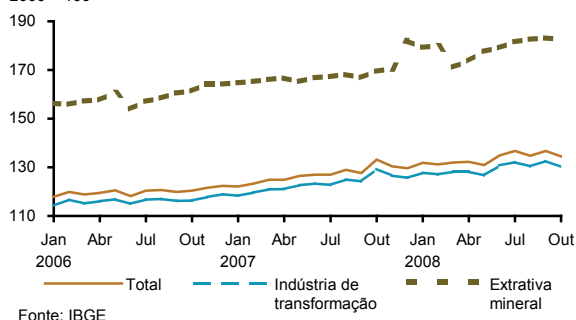
De acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE, a produção industrial aumentou 0,8% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando crescera 1,8%, na mesma base de comparação, registrando-se expansão de 1,9% na indústria extrativa e de 0,9% na de transformação. Considerando os dados observados, a produção industrial cresceu 5,8% nos dez primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2007.

O resultado trimestral refletiu acréscimos na produção de 14 das 27 atividades abrangidas na pesquisa do IBGE, com ênfase no dinamismo dos setores equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, ópticos e outros, 12,3%, farmacêutica, 8,9%, e máquinas e equipamentos, 6,9%, contrastando com os recuo observado nos segmentos outros produtos químicos, 9%, material de escritório e equipamentos de informática, 4,9%, madeira, 4,7%, e refino de petróleo e álcool, 4,3%.

**Gráfico 1.8 – Produção industrial**

Dados dessazonalizados

2000 = 100



Fonte: IBGE

**Tabela 1.7 – Produção industrial por categoria de uso**

| Discriminação                                    | Variação percentual |      |      |      |
|--|---------------------|------|------|------|
|  | 2008                |      |      |      |
|  | Jul                 | Ago  | Set  | Out  |
| <b>No mês<sup>1/</sup></b>                       |                     |      |      |      |
| Produção industrial                              | 1,4                 | -1,5 | 1,5  | -1,7 |
| Bens de capital                                  | 1,5                 | -0,5 | 3,3  | -0,5 |
| Bens intermediários                              | 1,5                 | -2,6 | -0,5 | -3,0 |
| Bens de consumo                                  | -0,2                | 0,0  | 2,2  | -2,8 |
| Duráveis   | -4,6                | 1,9  | 0,3  | -4,7 |
| Semi e não duráveis                              | 0,1                 | -0,4 | 1,7  | -2,2 |
| <b>Trimestre/trimestre anterior<sup>1/</sup></b> |                     |      |      |      |
| Produção industrial                              | 1,8                 | 2,8  | 2,6  | 0,8  |
| Bens de capital                                  | 1,8                 | 6,0  | 6,0  | 5,4  |
| Bens intermediários                              | 2,2                 | 2,9  | 1,4  | -2,1 |
| Bens de consumo                                  | 1,9                 | 1,8  | 1,9  | 1,1  |
| Duráveis   | 0,4                 | 2,3  | 0,4  | -0,5 |
| Semi e não duráveis                              | 2,5                 | 1,8  | 1,7  | 0,5  |
| <b>No ano</b>                                    |                     |      |      |      |
| Produção industrial                              | 6,7                 | 6,0  | 6,4  | 5,8  |
| Bens de capital                                  | 19,1                | 17,9 | 18,8 | 18,4 |
| Bens intermediários                              | 5,6                 | 5,0  | 5,2  | 4,4  |
| Bens de consumo                                  | 4,8                 | 4,1  | 4,6  | 4,1  |
| Duráveis   | 13,3                | 11,8 | 12,1 | 10,5 |
| Semi e não duráveis                              | 2,2                 | 1,7  | 2,3  | 2,1  |

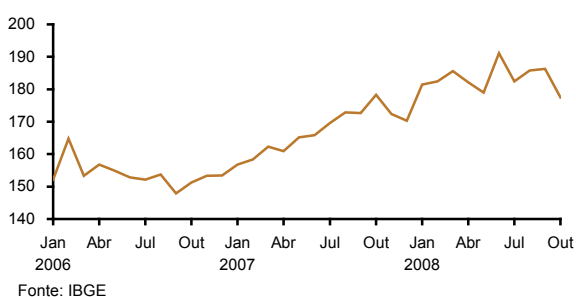
Fonte: IBGE

<sup>1/</sup> Dados dessazonalizados.**Gráfico 1.9 – Produção industrial**

Bens de consumo duráveis

Dados dessazonalizados

2000 = 100



Fonte: IBGE

A segmentação da produção industrial por categorias de uso indica que a expansão registrada no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, refletiu, em especial, o crescimento de 5,4% observado na categoria de bens de capital. A produção de bens de consumo duráveis e de bens de consumo semi e não duráveis registrou variação de -0,5% e 0,5%, respectivamente, e a de bens intermediários apresentou recuo de 2,1% no período, ante expansão de 2,2% no trimestre finalizado em julho.

O exame da produção de bens de capital por destinação revela a predominância dos segmentos associados a bens direcionados à agricultura, à construção e aos equipamentos de transporte, cuja taxa de crescimento alcançou 11,6%, 11,6% e 12,2%, respectivamente, no trimestre terminado em outubro, após apresentar elevação também acentuada no trimestre encerrado julho. Em sentido oposto, a produção de peças agrícolas e de bens de capital de uso misto apresentou redução de 8% e 2,4%, respectivamente, no período.

A produção de insumos típicos da construção civil, evidenciando relativo arrefecimento do setor, aumentou 0,6% no trimestre encerrado em outubro, em seqüência à expansão de 4% assinalada no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril.

A evolução da produção física da indústria por unidade federativa revela aumento, no trimestre terminado em outubro em relação ao encerrado em julho, em oito das treze unidades da Federação pesquisadas, considerados dados dessazonalizados. Os resultados mais significativos ocorreram no Amazonas, 3,7%, no Pará, 3,3%, e no Rio Grande do Sul, 3,3%, contrastando com os recuos assinalados em Goiás, 3,8%, no Espírito Santo, 3,2%, e no Paraná, 1,4%.

A produção de automóveis apresentou redução de 13,9% no trimestre terminado em novembro, em relação ao encerrado em agosto, quando se elevava 0,9%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados. Essa reversão traduziu o resultado negativo registrado no segmento de automóveis e de comerciais leves, e a produção de caminhões, ônibus, e tratores seguiu em expansão.

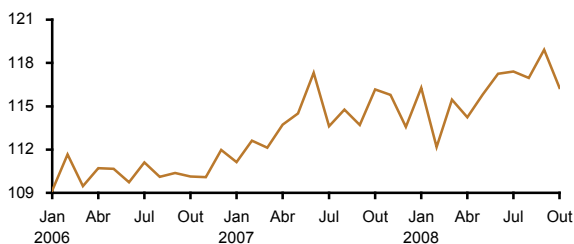
O ritmo de crescimento da contratação de trabalhadores apresentou arrefecimento no trimestre terminado em outubro, quando o índice do pessoal ocupado na indústria aumentou 0,6% em relação ao trimestre finalizado em julho, período em que registrara elevação de

### Gráfico 1.10 – Produção industrial

Bens de consumo semi e não duráveis

Dados dessazonalizados

2000 = 100



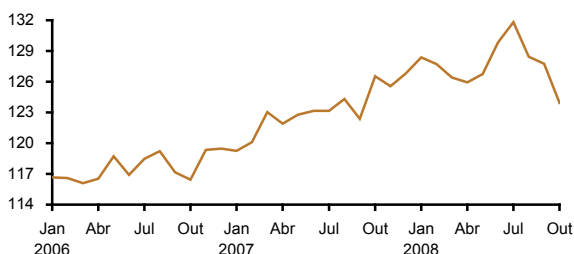
Fonte: IBGE

### Gráfico 1.11 – Produção industrial

Bens intermediários

Dados dessazonalizados

2000 = 100



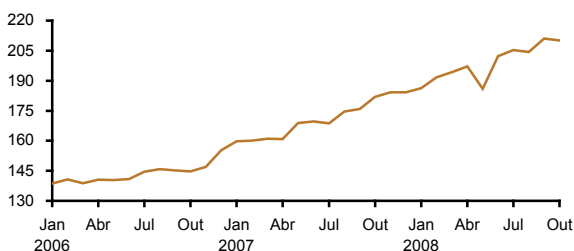
Fonte: IBGE

### Gráfico 1.12 – Produção industrial

Bens de capital

Dados dessazonalizados

2000 = 100

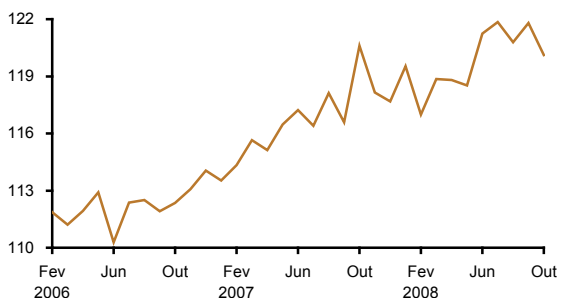


Fonte: IBGE

### Gráfico 1.13 – Produtividade do trabalho

Dados dessazonalizados

2002 = 100



Fonte: IBGE

0,3%, nesse tipo de comparação. O número de horas pagas pela indústria, no entanto, aumentou 0,5% no período, ante recuo de 0,2% no trimestre encerrado em julho.

A produtividade do trabalho – razão entre os índices da produção física e do número de horas pagas – cresceu 0,3% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando havia aumentado 2%, nesse tipo de análise. O Custo Unitário do Trabalho (CUT) da indústria, estimado pela razão entre a folha de pagamento nominal e a produção física, tem apresentado trajetória de elevação compatível com a inflação ao consumidor. Nesse sentido, o CUT médio relativo ao trimestre terminado em outubro aumentou 8,7% em relação ao período correspondente de 2007, em seqüência a elevações, no mesmo tipo de comparação, de 4,0% e 7,1%, respectivamente, nos trimestres encerrados em abril e em julho.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci), mantendo-se em patamar elevado, atingiu 85,3% em outubro, de acordo com dados dessazonalizados da FGV, ressaltando-se os recordes registrados nos segmentos material de construção, 90,4%, e bens de consumo, 86,2%. Considerados dados observados, o Nuci alcançou 85,2% em novembro, 2 pontos percentuais (p.p.) abaixo do recorde observado em igual mês de 2007.

Segundo dados dessazonalizados da CNI, o Nuci da indústria de transformação apresentou estabilidade, em patamar elevado, em outubro, situando-se em 83,2%.

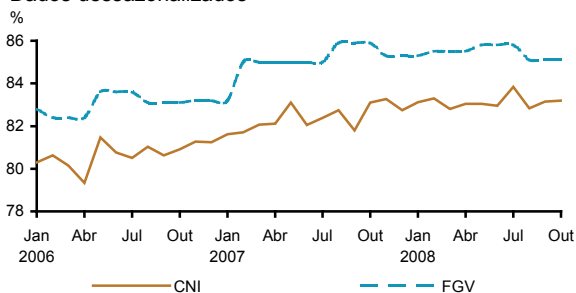
O Índice de Confiança da Indústria (ICI) atingiu 104,4 pontos em outubro, ante 117,9 pontos em julho, segundo dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação (SCIT) da FGV. O recuo registrado pelo indicador traduziu as reduções assinaladas em seus dois componentes, atingindo 14,2 pontos no ISA e 12,8 pontos no IE. Segmentado por categorias de uso, o ICI relativo à indústria de material de construção apresentou tanto o maior valor, 121,2 pontos, quanto a redução trimestral mais acentuada, 27,2 pontos.

A evolução do ISA esteve associada, em grande parte, à redução de 18,3 pontos no quesito nível da demanda global, influenciada pelo recuo de 23,7 pontos e de 31,2 pontos assinalados nos índices relativos aos setores material de construção e bens intermediários, respectivamente.

O desempenho do componente IE esteve influenciado, em especial, pela evolução desfavorável do item nível de

**Gráfico 1.14 – Utilização da capacidade instalada na indústria de transformação**

Dados dessazonalizados



Fonte: CNI e FGV

emprego, e o quesito volume de produção previsto, embora apresentasse redução relativamente a julho, seguiu em patamar elevado, sustentado pelo desempenho dos índices relacionados às categorias de bens de capital e material de construção, as mais suscetíveis aos impactos do ambiente de mais restrições de crédito.

Os indicadores de confiança da indústria, evidenciando o impacto do agravamento da crise financeira internacional sobre a atividade fabril, apresentaram deterioração acentuada em novembro. O ICI recuou 20,3 pontos em relação a outubro, maior redução mensal desde o início da série dessazonalizada, em abril de 1995, situando-se em 84,1 pontos, segundo menor valor dos últimos dez anos. Todos os componentes do indicador transitaram para a região de contração, abaixo de cem pontos, à exceção daquele que avalia o volume de produção física previsto, que alcançou 102,7 pontos. O Indicador da Situação dos Negócios para seis meses registrou 95,6 pontos, aproximando-se de seu nível mínimo, de 92,1 pontos.

**Tabela 1.8 – Índice de Confiança da Indústria<sup>1/</sup>**

| Discriminação                    | 2007  |       | 2008  |       |       |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                  | Out   | Ago   | Set   | Out   | Nov   |
| Índice de Confiança da Indústria | 119,8 | 119,2 | 115,0 | 104,4 | 84,1  |
| Por componente:                  |       |       |       |       |       |
| Índice de Situação Atual         | 123,7 | 122,6 | 118,8 | 109,7 | 85,3  |
| Nível da demanda global          | 120,2 | 126,6 | 116,6 | 105,4 | 75,2  |
| Nível de estoques                | 100,9 | 100,1 | 98,5  | 95,0  | 84,3  |
| Situação dos negócios            | 135,5 | 126,0 | 126,9 | 115,1 | 84,5  |
| Índice de Expectativas           | 115,9 | 115,8 | 111,3 | 99,2  | 82,8  |
| Situação dos negócios            | 154,6 | 156,0 | 151,8 | 127,1 | 95,6  |
| Emprego                          | 123,6 | 121,9 | 115,1 | 108,9 | 96,6  |
| Produção física                  | 138,7 | 138,8 | 134,2 | 119,5 | 102,7 |

Fonte: FGV

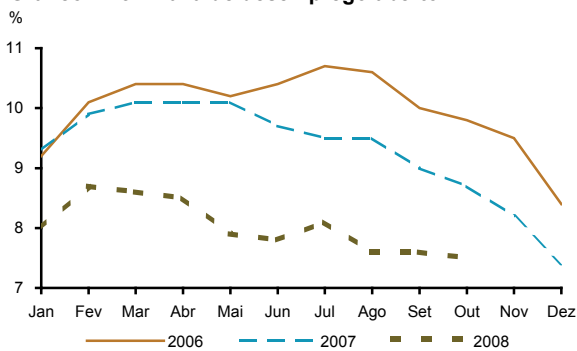
1/ A média dos últimos dez anos corresponde a 100. Valores acima de 100 indicam expansão da atividade industrial (dados dessazonalizados).

A crise financeira internacional deverá provocar desdobramentos heterogêneos sobre o desempenho da indústria brasileira em 2009. As incertezas inerentes a esse processo e a contração da oferta de crédito deverão impactar mais acentuadamente, em curto prazo, as categorias de bens de consumo duráveis e de bens de capital, que haviam se beneficiado, no passado recente, do cenário de ampliação do horizonte de planejamento e de melhora das condições de financiamento. Ressalte-se que esses efeitos poderão ser atenuados, no entanto, pela sustentação proporcionada à demanda de veículos e ao setor habitacional decorrente da introdução de linhas de crédito setoriais específicas. As categorias de bens intermediários e de bens de consumo semi e não duráveis, menos sensíveis ao crédito, devem continuar se beneficiando das condições de emprego e renda.

## 1.3 Mercado de trabalho

### Emprego

As condições do mercado de trabalho não evidenciaram, de forma expressiva, até outubro, os impactos da intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais, persistindo as trajetórias de redução na taxa de desemprego, substituição de empregos informais por postos com carteira assinada e continuidade da incorporação de ganhos reais aos rendimentos.

**Gráfico 1.15 – Taxa de desemprego aberto**

Fonte: IBGE

De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desemprego situou-se, em todos os meses do ano, no menor patamar da série histórica, iniciada em março de 2002. A taxa atingiu, em média, 7,6% no trimestre encerrado em outubro, recuando 0,4 p.p. em relação ao finalizado em julho e 1,5 p.p. ante o período correspondente de 2007.

A taxa de desemprego registrou recuo de 1,6 p.p. nos dez primeiros meses do ano, em relação a igual intervalo de 2007, reflexo de expansão de 3,9% no nível de ocupação e de 2,2% na População Economicamente Ativa (PEA), representando redução de 14,5% no número de desempregados.

**Tabela 1.9 – Evolução do emprego formal**

Novos postos de trabalho – acumulado no período (em mil)

| Discriminação               | 2008  |        |         |       |         |
|-----------------------------|-------|--------|---------|-------|---------|
|                             | I Tri | II Tri | III Tri | Out   | No ano  |
| Total                       | 554,4 | 806,9  | 725,2   | 61,4  | 2 148,0 |
| Ind. de transformação       | 146,2 | 171,7  | 206,1   | 8,7   | 532,7   |
| Comércio                    | 19,3  | 112,9  | 132,7   | 54,6  | 319,4   |
| Serviços                    | 212,6 | 226,2  | 251,1   | 36,1  | 726,1   |
| Construção civil            | 99,7  | 97,5   | 103,7   | 2,1   | 303,0   |
| Agropecuária                | 48,7  | 178,3  | 14,6    | -38,4 | 203,2   |
| Serv. ind. de util. pública | 4,1   | 3,2    | 3,3     | -0,7  | 9,9     |
| Outros <sup>1/</sup>        | 23,9  | 17,2   | 13,6    | -1,1  | 53,6    |

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

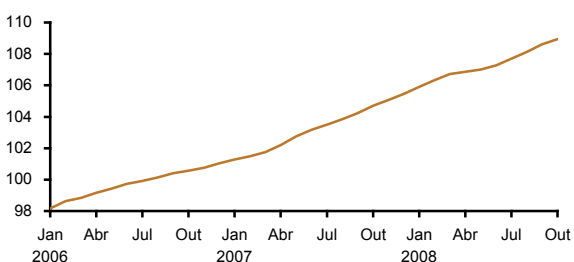
O crescimento do emprego formal, mesmo apresentando relativa desaceleração ao longo do ano, atingiu 6,4% no trimestre encerrado em outubro, ante expansão de 3,5% no segmento informal. O número de trabalhadores com carteira assinada cresceu 8,1% nos dez primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2007, e o contingente de trabalhadores sem carteira assinada do setor privado ficou estável. Nesse cenário, a taxa de formalização do emprego, definida como a razão entre o número de empregados com carteira assinada no setor privado e o número total de ocupados, atingiu 44,4% em outubro, maior percentual da série iniciada em março de 2002.

O aumento da formalidade no mercado de trabalho foi ratificado pelas estatísticas do Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), que registraram elevação de 6,5% no nível de emprego formal nos dez primeiros meses de 2008, em relação a igual período do ano anterior. Foram criados, no ano, 2.148 mil postos de trabalho com carteira assinada, recorde 18,5% superior ao registrado no período correspondente de 2007, dos quais 726,1 mil corresponderam ao setor de serviços; 532,7 mil, à indústria de transformação; 319,4 mil, ao comércio; e 303 mil, à construção civil. Ressalte-se que foram gerados 61,4 mil postos em outubro, pior resultado para o período desde 2002, ante média mensal de 231,8 mil postos nos nove primeiros meses do ano, evidenciando adoção de postura de cautela por parte dos empregadores ante intensificação da crise financeira internacional.

**Gráfico 1.16 – Emprego na indústria de transformação – Média móvel trimestral**

Dados dessazonalizados

2003 = 100



Fonte: CNI

Estatísticas da CNI, referentes a doze estados da Federação, revelaram que o pessoal ocupado na indústria cresceu 4,3% nos dez primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2007, e a análise na margem, sugerindo continuidade desse movimento, registrou

expansão de 1,1% no emprego industrial no trimestre terminado em outubro, em relação ao finalizado em julho.

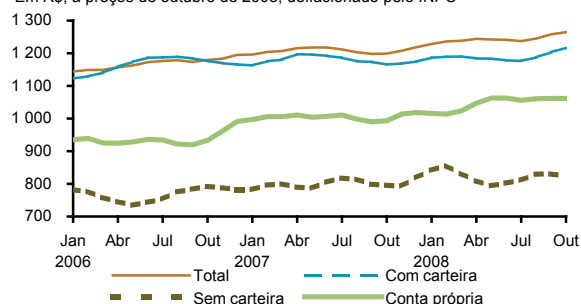
## Rendimentos

O rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME aumentou 5,5% no trimestre encerrado em outubro, em relação a igual período de 2007, consolidando a 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 9,4% no mesmo período, apresentando aceleração em relação aos resultados registrados em trimestres anteriores. Ressalte-se que essa evolução, associada, em especial, ao crescimento dos salários, ainda não refletiu os efeitos potenciais da desaceleração registrada na economia mundial sobre o mercado de trabalho no país e deve contribuir para sustentar o dispêndio agregado nos meses à frente.

**Gráfico 1.17 – Rendimento habitual médio real<sup>1/</sup>**

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



Fonte: IBGE  
1/ Média móvel trimestral.

## 1.4 Produto Interno Bruto

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, o PIB cresceu 6,4% nos nove primeiros meses de 2008, em relação a igual período de 2007. O resultado mostrou-se, mais uma vez, generalizado entre os componentes do produto, e a contribuição de 8,1 p.p. da demanda interna contrapôs-se ao impacto negativo de 2,5 p.p. exercido pelo setor externo.

A importância da demanda interna para a sustentação do processo de crescimento da atividade econômica segue evidente, refletindo a melhora das condições de crédito, a recuperação dos rendimentos reais e do emprego, bem como o crescimento das transferências governamentais. Nesse cenário, o consumo das famílias cresceu 6,5% nos nove primeiros meses de 2008, em relação a igual período de 2007, representando o décimo nono resultado positivo, considerados fluxos acumulados nos anos t e t-1. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) aumentou 17,3% no período, resultado mais expressivo, nessa base de comparação, desde 1995, e o consumo do governo elevou-se 5,7%.

A contribuição negativa do setor externo para o resultado acumulado do PIB no ano traduziu o expressivo aumento de 22,6% experimentado pelas importações, ante

**Tabela 1.10 – Produto Interno Bruto – Preços de mercado**

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

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

**Tabela 1.11 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda**  
Acumulado no ano

| Discriminação           | Variação % |        |       |        |         |
|-------------------------|------------|--------|-------|--------|---------|
|                         | 2007       |        | 2008  |        |         |
|                         | III Tri    | IV Tri | I Tri | II Tri | III Tri |
| PIB a preços de mercado | 5,5        | 5,7    | 6,1   | 6,2    | 6,4     |
| Consumo das famílias    | 6,0        | 6,3    | 6,3   | 6,1    | 6,5     |
| Consumo do governo      | 5,2        | 4,7    | 6,5   | 5,3    | 5,7     |
| Formação Bruta de       |            |        |       |        |         |
| Capital Fixo            | 12,6       | 13,5   | 15,4  | 16,0   | 17,3    |
| Exportação              | 6,9        | 6,7    | -2,3  | 1,4    | 1,6     |
| Importação              | 19,8       | 20,8   | 18,8  | 22,5   | 22,6    |

Fonte: IBGE  
1/ Estimativa.

elevação de 1,6% nas exportações, determinando impactos respectivos de -2,7 p.p. e 0,2 p.p. sobre o agregado. Assinale-se que as importações, efetivadas em um momento em que o patamar da taxa de câmbio estimulava a intensificação dos investimentos produtivos, estiveram direcionadas, em importante medida, ao aparelhamento do parque industrial.

Considerada a produção, o crescimento acumulado do PIB em 2008, até setembro, esteve sustentado, em especial, pela expansão de 6,7% apresentada pela agropecuária, em relação a igual período de 2007, seguindo-se os resultados da indústria, 6,5%, e do setor de serviços, 5,5%.

O desempenho industrial refletiu, em grande parte, a expansão de 6,1% registrada pela indústria de transformação, responsável por cerca de 62% da produção do setor. No mesmo sentido, a construção civil cresceu 10,2% no ano, resultado consistente com mais destinação de recursos a financiamentos imobiliários e com a intensificação das obras de infra-estrutura no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). No segmento produção e distribuição de eletricidade, gás e água, o aumento atingiu 4,9%. A produção extrativa mineral cresceu 5,6%, com ênfase no aumento de 19,3% observado na produção de gás natural.

**Tabela 1.12 – Produto Interno Bruto**  
Acumulado no ano

| Discriminação  | Variação % |        |       |        |         |
|--|------------|--------|-------|--------|---------|
|  | 2007       |        | 2008  |        |         |
|  | III Tri    | IV Tri | I Tri | II Tri | III Tri |
| Agropecuária   | 4,9        | 5,9    | 3,8   | 6,7    | 6,7     |
| Indústria  | 5,1        | 4,7    | 6,9   | 6,2    | 6,5     |
| Extrativa mineral  | 3,7        | 2,8    | 3,6   | 4,5    | 5,6     |
| Transformação  | 5,3        | 4,7    | 7,4   | 6,2    | 6,1     |
| Construção civil   | 4,6        | 5,0    | 8,9   | 9,3    | 10,2    |
| Produção e distribuição de eletricidade, gás e água                              | 5,8        | 5,9    | 5,4   | 4,6    | 4,9     |
| Serviços   | 5,2        | 5,4    | 5,2   | 5,3    | 5,5     |
| Comércio   | 6,5        | 7,1    | 7,9   | 8,1    | 8,6     |
| Transporte, armazenagem e correio  | 5,2        | 5,3    | 4,3   | 4,7    | 5,0     |
| Serviços de informação   | 6,5        | 7,0    | 8,0   | 8,1    | 8,8     |
| Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos | 11,8       | 14,5   | 13,2  | 11,7   | 10,7    |
| Outros serviços  | 3,5        | 2,7    | 3,3   | 4,1    | 4,7     |
| Atividades imobiliárias e aluguel  | 4,4        | 4,1    | 3,8   | 3,5    | 3,3     |
| Administração, saúde e educação públicas   | 2,5        | 2,4    | 1,4   | 1,7    | 2,0     |
| Valor adic. a preços básicos   | 5,1        | 5,2    | 5,6   | 5,8    | 5,9     |
| Impostos sobre produtos  | 8,0        | 8,4    | 9,1   | 8,6    | 9,1     |
| PIB a preços de mercado  | 5,5        | 5,7    | 6,1   | 6,2    | 6,4     |

Fonte: IBGE

O crescimento registrado nos serviços traduziu, a exemplo do observado na indústria, a expansão generalizada em todos os subsetores, com ênfase no aumento relativo aos segmentos intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos, 10,7%; serviços de informação, 8,8%; comércio, 8,6%; e transporte, armazenagem e correio, 5%.

A produção do setor agropecuário aumentou 6,7% em relação aos nove primeiros meses de 2007, sustentada pelo desempenho da produção de grãos, que, segundo o LSPA do IBGE, deverá crescer 9,4% em 2008. A pecuária, no entanto, evidenciando menos dinamismo das exportações de carne bovina, não repetiu os resultados assinalados em períodos recentes.

A análise na margem, considerados dados dessazonalizados, revela que o PIB aumentou 1,8% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em junho, constituindo-se no décimo segundo resultado positivo em seqüência nesse tipo de comparação. Sob a ótica do produto, o desempenho trimestral do PIB decorreu de aumento na indústria, 2,6%, na agropecuária, 1,5%, e em serviços, 1,4%, e o exame dos componentes da demanda ratifica o dinamismo da demanda interna, expresso em

**Tabela 1.13 – Produto Interno Bruto**  
**Trimestre ante trimestre imediatamente anterior**  
 Dados dessazonalizados

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

Fonte: IBGE

expansão de 6,7% na FBCF, nono aumento trimestral consecutivo; de 2,8% no consumo das famílias; e de 1,5% nos dispêndios governamentais. As exportações recuaram 0,6%, e as importações elevaram-se 6,4% no período.

A perspectiva relacionada ao crescimento do PIB no último trimestre do ano e em 2009 encontra-se detalhada no boxe Projeção para o PIB em 2008 e em 2009, constante deste relatório.

## 1.5 Investimentos

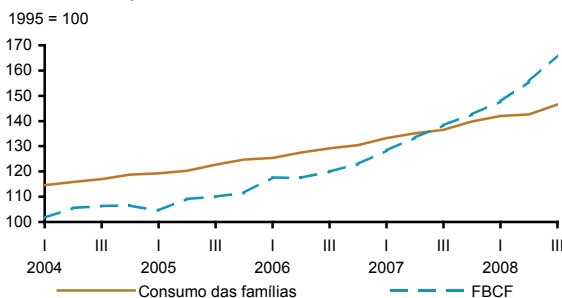
De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, os investimentos, excluindo as variações de estoques, aumentaram 17,3% nos nove primeiros meses de 2008, em relação a igual período do ano anterior, representando, de forma semelhante ao observado em relação ao consumo das famílias, o décimo nono resultado positivo consecutivo, quando considerados os fluxos acumulados em anos subsequentes. Na margem, a FBCF elevou-se 6,7% no trimestre encerrado em setembro, em relação ao finalizado em junho, segundo dados dessazonalizados.

O desempenho dos investimentos no ano vinha sendo antecipado pela evolução dos indicadores mensais da FBCF. A produção de insumos para a construção civil, em linha com o dinamismo apresentado pelo setor nos últimos trimestres, cresceu 10,9% nos nove primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2007, e a produção, as importações e as exportações de bens de capital apresentaram aumento de 18,8%, 40,2% e 7,3%, respectivamente, determinando crescimento de 22,2% para a absorção dessa categoria de bens.

Ressalte-se que o crescimento da produção de bens de capital traduziu elevações generalizadas nos segmentos dessa indústria, com ênfase nos desempenhos de bens destinados ao setor agrícola, 43,2%; equipamentos de transporte, 29,6%; e bens industriais não seriados, 19,2%. Adicionalmente, as indústrias de bens destinados ao setor de energia elétrica e de bens de capital de uso misto registraram crescimento de 14,7% e de 11%, respectivamente, no período.

Os indicadores antecedentes sugerem, entretanto, relativa acomodação da expansão industrial nos próximos trimestres. Nesse sentido, a produção de insumos da construção civil cresceu 7,7% em outubro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, após apresentar, no mesmo

**Gráfico 1.18 – Consumo das famílias e Formação Bruta de Capital Fixo<sup>1/</sup>**



Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.



tipo de comparação, aumento de 11,4% em abril e de 15,1% em julho; e a absorção interna de bens de capital aumentou 26,7%, no período, ante expansão de 31,9% em abril e de 29,3% em julho, refletindo variação de 15,7%, 41,2%, respectivamente, e -7,6% na produção, importações e exportações desses bens. No mesmo sentido, de acordo com estatísticas da Anfavea, a produção de máquinas agrícolas, caminhões e ônibus apresentou variações anuais de 18,5%, 14,8% e -8,5%, respectivamente, em novembro, resultados inferiores aos observados, nesse tipo de comparação, nos últimos meses.

Os desembolsos do sistema Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) totalizaram R\$70,2 bilhões nos primeiros dez meses do ano, com elevação de 43,7% em relação a igual período de 2007, ressaltando-se o aumento nos recursos destinados ao comércio e serviços, 48,6%; à indústria de transformação, 32,4%; e à agropecuária, 8,6%.

## **PIB – Revisão da projeção para 2008 e da projeção para 2009**

A estimativa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para 2008 foi revisada de 5%, conforme o último "Relatório de Inflação", para 5,6%, com base na incorporação dos resultados do terceiro trimestre, da revisão realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para os dados do primeiro semestre e da expectativa relacionada à sua evolução no quarto trimestre. Ressalte-se que o resultado expressivo assinalado no terceiro trimestre do ano não refletiu os impactos do agravamento da crise nos mercados financeiros sobre as condições de crédito e o grau de incertezas de consumidores e empresários, ambiente que deverá se traduzir em desaceleração da atividade econômica no último trimestre do ano.

A agropecuária deverá crescer 6,7% em 2008, projeção 1,2 pontos percentuais (p.p.) superior à registrada no "Relatório de Inflação" de setembro. Esse ajuste, que se constituiu no mais elevado quando se considera a produção, reflete, principalmente, a revisão, de 5,2% para 6,7%, realizada pelo IBGE, para o crescimento do setor no primeiro semestre do ano.

A projeção de crescimento anual do setor industrial recuou de 5,5% para 5,4%. A produção desse setor, que capta as oscilações inerentes aos ciclos econômicos de forma mais intensa, deverá ser impactada mais intensamente no quarto trimestre.

A projeção para o setor de serviços passou de 4,5% para 5%, em linha com o desempenho do setor no terceiro trimestre, mais favorável do que o previsto, e com a expectativa de que sua desaceleração no quarto trimestre seja inferior à experimentada pela indústria, perspectiva associada à própria dinâmica de ajuste do setor, que é mais lenta do que a observada em outros segmentos.

O exame da reestimativa da taxa de crescimento anual do PIB em 2008, considerada a demanda, evidencia a importância do dispêndio doméstico para a sustentação do nível da atividade. Nesse sentido, a contribuição da demanda doméstica para a taxa de expansão anual do PIB em 2008 atinge 7,9 p.p., comparativamente à estimativa anterior de 7,2 p.p., alteração consistente com a evolução da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e do consumo das famílias e do governo, no terceiro trimestre. A projeção relacionada à contribuição negativa do setor externo manteve-se relativamente estável, atingindo 2,3 p.p., ante 2,2 p.p. no "Relatório de Inflação" anterior, em cenário de redução dos fluxos de comércio exterior.

A projeção para crescimento do PIB em 2009 atinge 3,2%, desempenho que deverá ser sustentado, pelo quarto ano consecutivo, exclusivamente pela demanda interna. A projeção para a expansão anual do PIB considera a ocorrência de desempenho favorável em todos os setores da economia, mas em cenário de desaceleração generalizada, em relação a 2008 e a 2007, nas respectivas taxas de crescimento.

A taxa de crescimento anual da agropecuária está projetada em 0,2%, interrompendo a trajetória crescente registrada no triênio 2006-2008, quando o setor cresceu, em média, 5,7%. Essa desaceleração mostra-se compatível com a redução na demanda mundial por *commodities* agrícolas, em linha com a retração da renda e do comércio mundiais, bem como com os recuos projetados para safras importantes, afetadas por adversidades climáticas, em especial na região Sul, e pelo ciclo bianual negativo da cultura do café. Nesse cenário, de acordo com o IBGE, o recuo de 3,7% esperado para a produção de grãos em 2009 estará associado a redução nas colheitas de trigo, 12,9%; milho, 2,6%; e soja, 0,2%; e para as safras de feijão e de arroz, está previsto aumento de 5,6% e 1,3%, respectivamente.

O aumento da produção industrial em 2009 foi estimado em 3,6%, sustentado pelo dinamismo das indústrias extrativa mineral, 5,2%; e da construção civil, 4,3%, esta beneficiada pelas novas linhas de financiamento imobiliário e pelos investimentos, principalmente governamentais, no

âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). A indústria de transformação e os serviços industriais de utilidade pública deverão registrar expansão de 3,1% e de 3,8%, respectivamente, no ano, apresentando recuperação mais consistente no segundo semestre.

A desaceleração registrada nos serviços deverá ser menos acentuada do que as observadas nos outros setores. A expansão anual para esse segmento, projetada em 3,1%, incorpora desempenhos favoráveis, em especial, nos subsetores instituições financeiras, comércio e transportes.

O desempenho da demanda interna seguirá, em 2009, a exemplo do observado de 2006 a 2008, sustentando o nível da atividade da economia, projetando-se que sua contribuição para o crescimento do PIB, no ano, atinja 3,7 p.p., traduzindo elevação de 4,4% na FBCF; de 3,9% no consumo das famílias; e de 2,2% no consumo do governo.

A contribuição do setor externo, embora negativa, será menos intensa do que em 2008, situando-se em 0,5 p.p. Essa redução reflete a perspectiva de acomodação nos fluxos do comércio externo em 2009, expressa em declínio de 1,8% nas exportações e em aumento de 2,3% nas importações.

**Tabela 1 – Produto Interno Bruto**

| Discriminação                                       | Variação acumulada no ano |         |        |       |        |         |                      |                    |
|---|---------------------------|---------|--------|-------|--------|---------|----------------------|--------------------|
|   | 2007                      | 2007    |        | 2008  |        |         |                      | 2009 <sup>1/</sup> |
|   | Pesos                     | III Tri | IV Tri | I Tri | II Tri | III Tri | IV Tri <sup>1/</sup> |                    |
| Agropecuária – Total                                | 5,1                       | 4,9     | 5,9    | 3,8   | 6,7    | 6,7     | 6,7                  | 0,2                |
| Indústria – Total                                   | 24,0                      | 5,1     | 4,7    | 6,9   | 6,2    | 6,5     | 5,4                  | 3,6                |
| Extrativa mineral                                   | 1,9                       | 3,7     | 2,8    | 3,6   | 4,5    | 5,6     | 5,8                  | 5,2                |
| Transformação                                       | 14,9                      | 5,3     | 4,7    | 7,4   | 6,2    | 6,1     | 4,4                  | 3,1                |
| Construção civil                                    | 4,1                       | 4,6     | 5,0    | 8,9   | 9,3    | 10,2    | 9,2                  | 4,3                |
| Produção e distribuição de eletricidade, gás e água | 3,1                       | 5,8     | 5,9    | 5,4   | 4,6    | 4,9     | 5,1                  | 3,8                |
| Serviços – Total                                    | 56,5                      | 5,2     | 5,4    | 5,2   | 5,3    | 5,5     | 5,0                  | 3,1                |
| Comércio  | 9,9                       | 6,5     | 7,1    | 7,9   | 8,1    | 8,6     | 7,5                  | 4,2                |
| Transporte, armazenagem e correio                   | 4,5                       | 5,2     | 5,3    | 4,3   | 4,7    | 5,0     | 4,1                  | 3,1                |
| Serviços de informação                              | 3,0                       | 6,5     | 7,0    | 8,0   | 8,1    | 8,8     | 8,4                  | 5,3                |
| Intermediação financeira <sup>2/</sup>              | 6,7                       | 11,8    | 14,5   | 13,2  | 11,7   | 10,7    | 9,1                  | 4,1                |
| Outros serviços                                     | 12,1                      | 3,5     | 2,7    | 3,3   | 4,1    | 4,7     | 4,6                  | 2,8                |
| Atividades imobiliárias e aluguel                   | 7,4                       | 4,4     | 4,1    | 3,8   | 3,5    | 3,3     | 3,0                  | 2,2                |
| Administração, saúde e educação públicas            | 12,9                      | 2,5     | 2,4    | 1,4   | 1,7    | 2,0     | 2,1                  | 1,8                |
| Valor adicionado a preços básicos                   | 85,6                      | 5,1     | 5,2    | 5,6   | 5,8    | 5,9     | 5,2                  | 3,0                |
| Impostos sobre produtos                             | 14,4                      | 8,0     | 8,4    | 9,1   | 8,6    | 9,1     | 7,8                  | 3,9                |
| PIB a preços de mercado                             | 100,0                     | 5,5     | 5,7    | 6,1   | 6,2    | 6,4     | 5,6                  | 3,2                |

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

2/ Inclui seguros, previdência complementar e serviços relativos.

**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 |
| <b>2002</b>            | 2,7                     | 1,9                  | 4,7                | 2,6           | -5,2                           | 7,4         | -11,8       |
| <b>2003</b>            | 1,1                     | -0,8                 | 1,2                | -0,3          | -4,6                           | 10,4        | -1,6        |
| <b>2004</b>            | 5,7                     | 3,8                  | 4,1                | 3,9           | 9,1                            | 15,3        | 13,3        |
| <b>2005</b>            | 3,2                     | 4,5                  | 2,3                | 3,9           | 3,6                            | 9,3         | 8,5         |
| <b>2006</b>            | 4,0                     | 5,2                  | 2,6                | 4,5           | 9,8                            | 5,0         | 18,4        |
| Contribuição (p.p.)    |                         | 3,1                  | 0,5                | 3,6           | 1,6                            | 0,8         | -2,1        |
| <b>2007</b>            | 5,7                     | 6,3                  | 4,7                | 5,9           | 13,5                           | 6,7         | 20,8        |
| Contribuição (p.p.)    |                         | 3,8                  | 0,9                | 4,7           | 2,2                            | 1,0         | -2,4        |
| <b>2008 (estimado)</b> | 5,6                     | 6,2                  | 5,1                | 5,9           | 16,2                           | 1,1         | 20,4        |
| Contribuição (p.p.)    |                         | 3,8                  | 1,0                | 4,8           | 2,8                            | 0,1         | -2,5        |
| <b>2009 (estimado)</b> | 3,2                     | 3,9                  | 2,2                | 3,5           | 4,4                            | -1,8        | 2,3         |
| Contribuição (p.p.)    |                         | 2,4                  | 0,4                | 2,8           | 0,8                            | -0,2        | -0,3        |

Fonte: IBGE e Banco Central

## 1.6 Conclusão

O ritmo de crescimento da atividade econômica permaneceu em patamar elevado no trimestre encerrado em setembro, sustentado pelo dinamismo da demanda interna, evolução expressa no aumento assinalado nos indicadores relacionados ao nível do produto, bem como naqueles que evidenciam o comportamento da demanda, a exemplo das vendas varejistas. Nesse ambiente, em que a expectativa mantinha-se, igualmente, em patamar elevado, os indicadores de emprego persistiram evidenciando a melhora quantitativas e qualitativas registradas no mercado de trabalho.

Os primeiros resultados relativos ao quarto trimestre, captando, parcialmente, os impactos do novo ambiente internacional sobre a economia doméstica, passaram a evidenciar arrefecimento na produção da indústria, no nível dos investimentos e, em menos intensidade, nos indicadores do mercado de trabalho, que respondem a situações de estresse com mais defasagem.

Essa trajetória, consistente com o momento de incertezas experimentado pela economia mundial, caracterizado pelo aumento expressivo da aversão ao risco e pela conseqüente restrição ao crédito, estará associada à extensão e à intensidade da crise nos mercados financeiros internacionais. Esta deve impactar com mais intensidade os segmentos mais sensíveis às condições de crédito e ao patamar da taxa de câmbio. Por outro lado, atividades muito sensíveis à evolução do mercado e da renda do trabalho, bem como às transferências do setor público, devem exibir mais resiliência.

O desempenho das taxas de inflação, ao consumidor e por atacado, após apresentar acomodação em agosto e setembro, em linha com o recuo dos preços internacionais das *commodities*, voltou a registrar aceleração em outubro, movimento associado ao ritmo de crescimento da demanda interna, evidenciado pela elevação dos preços dos serviços, e aos efeitos iniciais da depreciação cambial recente sobre os preços de bens de consumo final e de itens importantes na cadeia produtiva.

Em novembro, apesar da trajetória da taxa de câmbio, os preços ao consumidor e, principalmente, por atacado, registraram nova acomodação, traduzindo a acentuada deterioração da expectativa dos agentes econômicos e os recuos expressivos assinalados nos preços internacionais das *commodities* e na demanda por bens em segmentos mais dependentes das condições do mercado de crédito.

## 2.1 Índices gerais

A variação dos índices gerais de preços da FGV apresentou desaceleração no trimestre encerrado em novembro, em relação ao finalizado em agosto. A elevação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) atingiu 1,53%, recuando 1,11 p.p. no período, resultado de reduções generalizadas na variação de seus componentes.

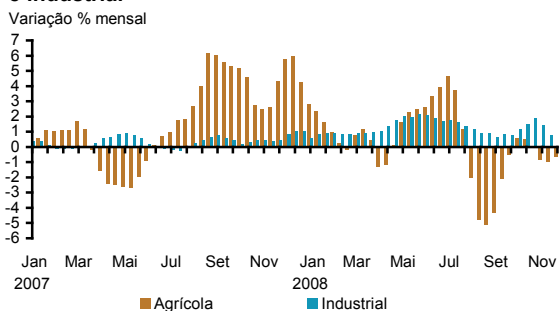
O Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) aumentou 1,63% no trimestre encerrado em novembro, ante 2,78% naquele encerrado em agosto. Essa desaceleração traduziu, em especial, mais intensidade do recuo dos preços dos produtos agrícolas, que, evidenciando o decréscimo dos preços internacionais das *commodities*, variaram -1,13%, ante -0,28% no trimestre finalizado em agosto, com ênfase na redução dos preços do milho, trigo, soja, leite *in natura*, ovos, leite e bovinos.

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

| Discriminação | Variação % mensal |       |       |      |       |
|---------------|-------------------|-------|-------|------|-------|
|               | 2008              |       |       |      |       |
|               | Jul               | Ago   | Set   | Out  | Nov   |
| IGP-DI        | 1,12              | -0,38 | 0,36  | 1,09 | 0,07  |
| IPA           | 1,28              | -0,80 | 0,44  | 1,36 | -0,17 |
| IPC-Br        | 0,53              | 0,14  | -0,09 | 0,47 | 0,56  |
| INCC          | 1,46              | 1,18  | 0,95  | 0,77 | 0,50  |

Fonte: FGV

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



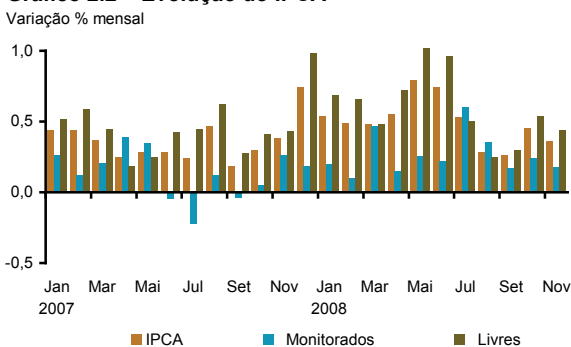
Os preços industriais, após apresentarem variações mensais superiores a 0,75% em todo o ano, apresentaram estabilidade em novembro, elevando-se 2,63% no trimestre encerrado nesse mês, ante 3,94% naquele finalizado em agosto, e acumulando expansão anual de 13,80%, ante 3,39% em igual período de 2007. O desempenho do indicador no trimestre esteve associado, em grande parte, ao aumento de preços registrado nos segmentos minerais metálicos, artigos do vestuário, celulose, produtos químicos e minerais não-metálicos.

O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) apresentou elevação de 0,94% no trimestre encerrado em novembro, ante 1,45% naquele encerrado em agosto, recuo consistente com a trajetória dos preços no grupo alimentação. O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), revelando o esgotamento do impacto de dissídios que envolvem a categoria de empregados da construção civil, cresceu 2,24% no trimestre, ante 4,63% de junho a agosto.

## 2.2 Índices de preços ao consumidor

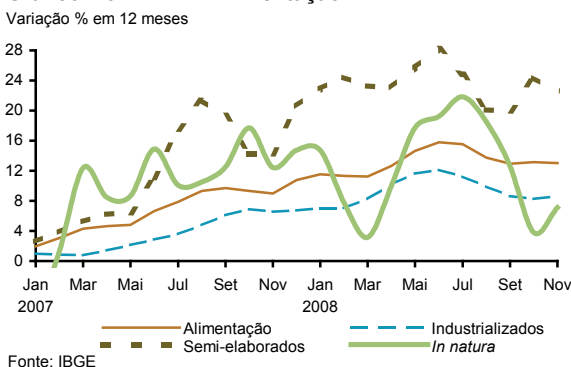
### Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

**Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA**



O IPCA aumentou 1,07% no trimestre encerrado em novembro, ante 1,56% naquele finalizado em agosto, refletindo redução na variação dos preços livres, de 1,72% para 1,28%, e na dos preços monitorados, de 1,17% para 0,59%. A variação do indicador no trimestre resultou de expansão mensal de 0,26% em setembro, menor taxa do ano; 0,45% em outubro; e 0,36% em novembro.

**Gráfico 2.3 – IPCA – Alimentação**

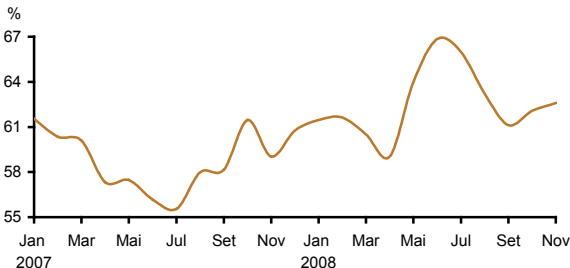


A desaceleração trimestral registrada nos preços livres esteve associada ao comportamento dos preços do grupo alimentação, que, refletindo redução nas elevações de preços nos alimentos semi-elaborados, industrializados e *in natura*, cresceram 1,03%, ante 3,00% de junho a agosto. Por outro lado, a variação dos preços livres, excluído o grupo alimentação, atingiu 1,40% no trimestre encerrado em novembro, ante 1,12% naquele finalizado em agosto, aceleração que evidencia a relevância das pressões de demanda para o comportamento dos preços nesse segmento. Ressalte-se, no período, o aumento na variação dos preços nos grupos artigos de residência, de 0,41% para 1,46%; vestuário, de 0,78% para 2,70%; e despesas pessoais, de 1,79% para 1,99%.



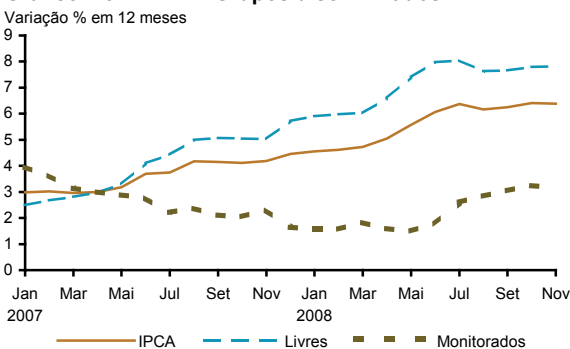
**Gráfico 2.4 – Índice de difusão do IPCA**

Proporção do número de subitens com aumento<sup>1/</sup>  
Média móvel trimestral



Fontes: IBGE e Bacen  
1/ O IPCA é composto por 384 subitens.

**Gráfico 2.5 – IPCA – Grupos discriminados**



Fontes: IBGE e Bacen

**Tabela 2.2 – Preço ao consumidor**

| Discriminação    | Pesos  | Variação % mensal |       |       |       |      |        |
|------------------|--------|-------------------|-------|-------|-------|------|--------|
|                  |        | 2008              |       |       |       |      |        |
|                  |        | Jul               | Ago   | Set   | Out   | Nov  | No ano |
| IPCA             | 100,00 | 0,53              | 0,28  | 0,26  | 0,45  | 0,36 | 5,61   |
| Livres           | 70,38  | 0,50              | 0,25  | 0,30  | 0,54  | 0,44 | 6,75   |
| Monitorados      | 29,62  | 0,60              | 0,35  | 0,17  | 0,24  | 0,18 | 2,97   |
| Principais itens |        |                   |       |       |       |      |        |
| Energia elétrica | 3,28   | 0,93              | 1,03  | -0,46 | 0,44  | 0,16 | 0,97   |
| Água e esgoto    | 1,64   | 0,79              | 1,57  | 0,96  | 0,77  | 0,00 | 7,09   |
| Ônibus urbano    | 3,67   | 0,00              | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00 | 2,16   |
| Passagem aérea   | 0,29   | 0,13              | 0,22  | 0,93  | 1,23  | 0,73 | 10,73  |
| Gasolina         | 4,22   | 0,59              | -0,25 | 0,69  | -0,18 | 0,21 | -0,17  |
| Gás de bujão     | 1,12   | 0,15              | -0,02 | 0,12  | 0,20  | 0,23 | 2,61   |
| Remédios         | 2,84   | 0,37              | -0,41 | 0,30  | 0,13  | 0,15 | 4,09   |
| Plano de saúde   | 3,37   | 0,49              | 0,48  | 0,48  | 0,48  | 0,48 | 5,66   |

Fonte: IBGE

O IPCA registrou elevação de 6,39% no período de doze meses encerrado em novembro, acumulando 5,61% no ano, resultado de elevação de 2,97% nos preços dos bens e serviços monitorados e de 6,75% nos preços livres, ante 4,69% de janeiro a novembro de 2007.

O índice de difusão, indicador que revela a proporção dos componentes do IPCA que experimentaram variação positiva em determinado período, apresentou média de 62,59% no trimestre encerrado em novembro, ante 63,19% naquele finalizado em agosto e 59,03% em igual período de 2007.

## 2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados cresceram 0,59% no trimestre encerrado em novembro, ante 1,17% naquele encerrado em agosto, correspondendo a 0,17 p.p. da variação do IPCA no período. A desaceleração observada no trimestre refletiu, em especial, as menores elevações das tarifas de água e esgoto, telefone fixo e energia elétrica, que aumentaram, na ordem, 1,74%, 0,36% e 0,14%, ante variações de 3,12%, 2,90% e 0,93%, respectivamente, no trimestre encerrado em agosto, em relação ao efeito do aumento de 0,72% no preço da gasolina, que crescera 0,26% no trimestre finalizado em agosto.

A variação dos preços monitorados acumulou 2,97% nos onze primeiros meses do ano e 3,16% no período de doze meses finalizado em novembro, mantendo-se, nessa base de comparação, em patamar inferior ao dos preços livres desde maio de 2007.

## 2.4 Núcleo de inflação

Consideradas as três medidas de núcleo do IPCA calculadas pelo Banco Central, a variação do núcleo por exclusão, traduzindo o aquecimento da demanda interna e, recentemente, os efeitos iniciais da depreciação da taxa de câmbio, situou-se, no trimestre encerrado em novembro, em patamar superior à assinalada pelo IPCA, registrando aceleração em relação ao trimestre finalizado em agosto. As variações dos núcleos do IPCA calculados pelo método das médias aparadas com e sem suavização registram, no período, desaceleração e variação semelhante à do índice cheio.

A variação do núcleo por exclusão atingiu 1,50% no trimestre finalizado em novembro, ante 1,44% naquele

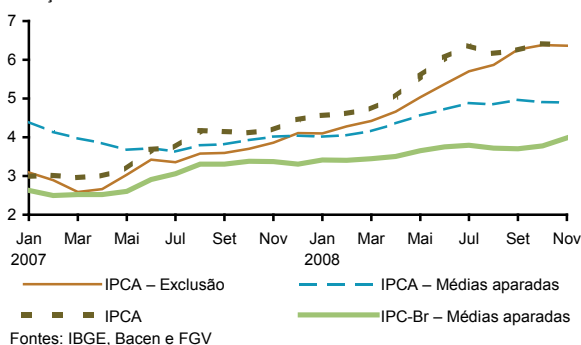
**Tabela 2.3 – Preços ao consumidor e seus núcleos**

| Discriminação   | Variação % mensal |      |       |      |      |
|-----------------|-------------------|------|-------|------|------|
|                 | 2008              |      |       |      |      |
|                 | Jul               | Ago  | Set   | Out  | Nov  |
| IPCA (cheio)    | 0,53              | 0,28 | 0,26  | 0,45 | 0,36 |
| Exclusão        | 0,39              | 0,50 | 0,62  | 0,51 | 0,36 |
| Médias aparadas |                   |      |       |      |      |
| Com suavização  | 0,36              | 0,36 | 0,45  | 0,37 | 0,35 |
| Sem suavização  | 0,43              | 0,42 | 0,41  | 0,32 | 0,28 |
| IPC-Br (cheio)  | 0,53              | 0,14 | -0,09 | 0,47 | 0,56 |
| Médias aparadas | 0,30              | 0,30 | 0,22  | 0,31 | 0,45 |

Fontes: IBGE, Bacen e FGV

**Gráfico 2.6 – Núcleos de inflação**

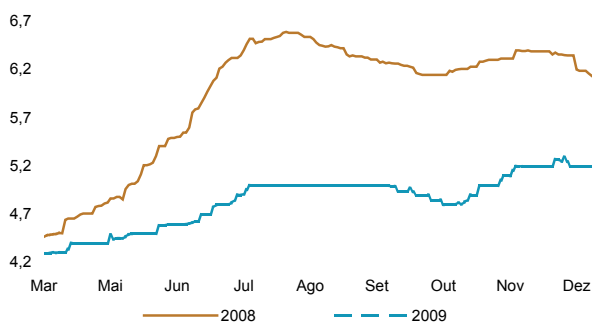
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE, Bacen e FGV

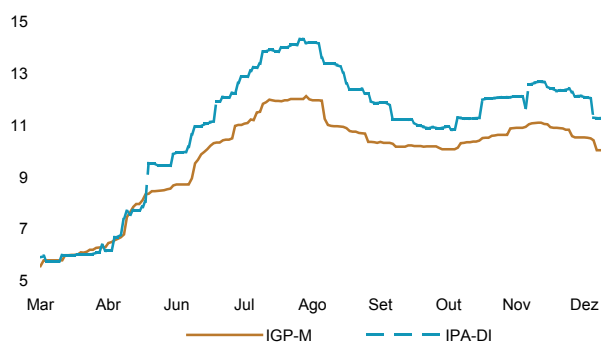
**Gráfico 2.7 – IPCA**

Medianas



**Gráfico 2.8 – IGP-M e IPA-DI**

Medianas 2008



encerrado em agosto, aumentando, considerados períodos de doze meses, de 5,87%, em agosto, para 6,37%, em novembro, período em que o IPCA acumulou crescimento de 6,39%.

Os núcleos do IPCA calculados pelo método das médias aparadas com e sem suavização apresentaram variação de 1,18% e 1,02%, respectivamente, no trimestre encerrado em novembro, ante, na mesma ordem, crescimento de 1,21% e 1,34% no trimestre finalizado em agosto. Esses indicadores acumularam, no período de doze meses terminado em novembro, variação respectiva de 4,90% e 5,05%, ante expansão respectiva de 4,85% e 4,92%, em agosto, no mesmo tipo de comparação.

O núcleo de inflação para o IPC-Br, calculado pela FGV por meio do método de médias aparadas com suavização, acumulou variação de 3,98% no período de doze meses encerrado em novembro. O indicador aumentou 0,98% no trimestre encerrado nesse mês, ante 1,04% naquele encerrado em agosto.

## 2.5 Expectativas de mercado

Segundo o boletim "Focus – Relatório de mercado" de 12 de dezembro, a mediana da expectativa para o IPCA coletada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para 2008 passou de 6,14%, no final de setembro, para 6,13%, e a relativa a 2009 aumentou de 4,85% para 5,20%, no período. As projeções estão inconsistentes com a meta de 4,50%, mas dentro da margem de tolerância de 2 p.p. para cima ou para baixo, estabelecida para o IPCA pelo CMN. A expectativa para a inflação doze meses à frente – suavizada – alcançou 5,21%, comparativamente a 5,15% no final de setembro.

As medianas relativas às variações do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) e do IPA-DI para 2008 atingiram 10,06% e 11,25%, respectivamente, em 12 de dezembro, ante, na mesma ordem, 10,10% e 10,91% ao final de setembro. Para 2009, a mediana dessas projeções foi aumentada de 5,37% e 5,60%, respectivamente, para 5,64% e 6,03%, na ordem.

A mediana da expectativa relacionada à evolução dos preços monitorados para 2008 reduziu-se de 3,7%, no final de setembro, para 3,5%, em 12 de dezembro, e a relativa a 2009 passou de 5,1% para 5,3%, no período.

### Gráfico 2.9 – Câmbio

Medianas 2008

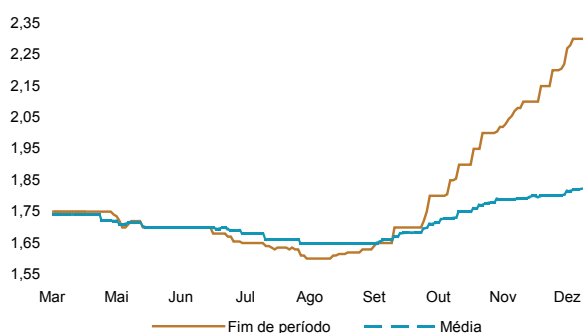


Tabela 2.4 – Resumo das expectativas de mercado

|                           | 30.6.2008 |      | 30.9.2008 |      | 12.12.2008 |      |
|---------------------------|-----------|------|-----------|------|------------|------|
|                           | 2008      | 2009 | 2008      | 2009 | 2008       | 2009 |
| IPCA                      | 6,3       | 4,8  | 6,1       | 4,9  | 6,1        | 5,2  |
| IGP-M                     | 11,0      | 5,1  | 10,1      | 5,4  | 10,1       | 5,6  |
| IPA-DI                    | 12,7      | 5,2  | 10,9      | 5,6  | 11,3       | 6,0  |
| Preços Administrados      | 3,8       | 4,9  | 3,7       | 5,1  | 3,5        | 5,3  |
| Selic (fim de período)*   | 14,3      | 13,5 | 14,8      | 13,8 | 13,8       | 13,0 |
| Selic (média do período)* | 12,6      | 13,6 | 12,8      | 14,2 | 12,6       | 13,4 |
| Câmbio (fim de período)   | 1,65      | 1,76 | 1,75      | 1,80 | 2,30       | 2,20 |
| Câmbio (média do período) | 1,69      | 1,74 | 1,70      | 1,77 | 1,82       | 2,20 |
| PIB                       | 4,8       | 4,0  | 5,2       | 3,5  | 5,6        | 2,5  |

\* último dado para 2008 refere-se a 5.12

Com a intensificação da atual crise financeira internacional, após a falência do banco de investimentos *Lehman Brothers* em 15 de setembro, as projeções de mercado para a taxa de câmbio foram revisadas para cima, de forma substancial. As medianas das taxas de câmbio média e de final de período relativas a 2008 aumentaram de R\$1,70/US\$ e R\$1,75/US\$, respectivamente, ao final de setembro, para R\$1,82/US\$ e R\$2,30/US\$, no último boletim "Focus – Relatório de mercado". No mesmo sentido, as projeções relativas a essas taxas para 2009 passaram de R\$1,77/US\$ e R\$1,80/US\$, respectivamente, para, igualmente, R\$2,20/US\$, no período.

A mediana relativa à taxa Selic de final de 2008 passou de 14,75% ao ano (a.a.), ao final de setembro, para 13,75% a.a., em 5 de dezembro. Para 2009, a mediana das expectativas recuou de 13,75% a.a., ao final de setembro, para 13% a.a., em 12 de dezembro. A mediana das projeções para a taxa de crescimento do PIB em 2008 aumentou de 5,2% para 5,59%, e a relativa a 2009 recuou de 3,5% para 2,5%, no período.

As medianas relativas às variações do IGP-M e do IPA-DI para 2008 atingiram 10,90% e 12,40%, respectivamente, no último boletim "Focus – Relatório de mercado", ante, na mesma ordem, 10,20% e 10,90% ao final de setembro. Para 2009, as medianas dessas projeções foram aumentadas de 5,40% e 5,60%, respectivamente, para, igualmente, 6,00%, no período.

A mediana das expectativas relacionadas à evolução dos preços monitorados foi mantida em 3,70% para 2008, e a relativa a 2009 passou de 5,10%, ao final de setembro, para 5,30%.

As medianas relativas à taxa Selic de final de 2008 e de 2009 passaram de 14,75% a.a. e 13,75% a.a., ao final de setembro, para 13,75% a.a. e 13,31% a.a., respectivamente, no último boletim "Focus – Relatório de mercado". A mediana das projeções para a taxa de crescimento do PIB em 2008 manteve-se em 5,2%, e a relativa ao desempenho da economia brasileira em 2009 recuou de 3,6% para 2,8%, no período.

## 2.6 Conclusão

A variação do IPCA acumulada em doze meses, em trajetória crescente desde o início de 2007, situou-se, ao longo de 2008, sempre acima da meta anual de 4,5% fixada

pelo CMN. O desempenho da inflação vinha traduzindo, em especial no primeiro semestre do ano, os impactos da robustez do cenário externo sobre a evolução dos preços internacionais das *commodities*, tanto agrícolas quanto minerais, e o ritmo de crescimento da demanda interna, conforme sugerem as elevações registradas nos diversos indicadores de núcleo.

A partir de setembro, a perspectiva de redução no ritmo de crescimento da economia mundial, em linha com a expressiva obstrução experimentada pelos canais de crédito, impactaram de forma acentuada os preços das principais *commodities*. A maior aversão ao risco, em ambiente de perdas expressivas nos mercados financeiros, criou as condições para que as moedas das principais economias maduras – excetuando-se a do Japão – e emergentes sofressem depreciação acentuada em relação ao dólar norte-americano.

Nesse cenário, em que a contração do ritmo de crescimento da economia mundial – e, no âmbito interno, as restrições qualitativas e quantitativas ao crédito – e a redução do otimismo dos consumidores atuam no sentido de reduzir os riscos associados a pressões de demanda sobre a evolução dos preços, deve ser considerado, em especial no curto prazo, o aumento dos riscos inerente aos impactos da depreciação da taxa de câmbio.

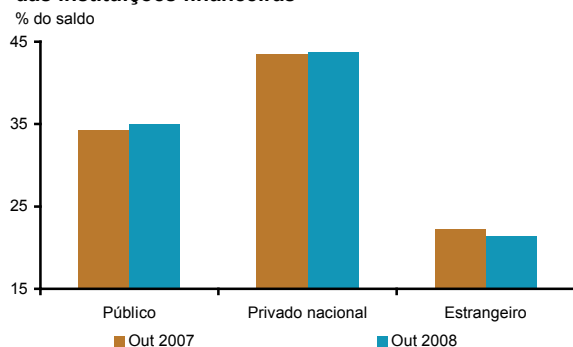
**Tabela 3.1 – Evolução do crédito**

| Discriminação   | 2008    |         |         |         | Variação % |       |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|------------|-------|
|                 | Jul     | Ago     | Set     | Out     | 3          | 12    |
|                 |         |         |         |         | meses      | meses |
| Total           | 1 085,9 | 1 110,3 | 1 152,8 | 1 186,6 | 9,3        | 34,6  |
| Recursos livres | 778,4   | 798,4   | 829,2   | 850,3   | 9,2        | 37,3  |
| Direcionados    | 307,5   | 311,9   | 323,6   | 336,3   | 9,3        | 28,2  |

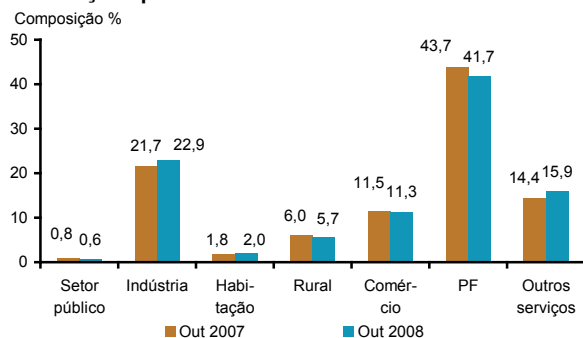
  

| Participação %: |      |      |      |      |  |  |
|-----------------|------|------|------|------|--|--|
| Total/PIB       | 37,1 | 38,0 | 39,2 | 40,2 |  |  |
| Rec. livres/PIB | 26,6 | 27,3 | 28,2 | 28,8 |  |  |
| Rec. direc./PIB | 10,5 | 10,7 | 11,0 | 11,4 |  |  |

**Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras**



**Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas – Instituições privadas nacionais**



## 3.1 Crédito

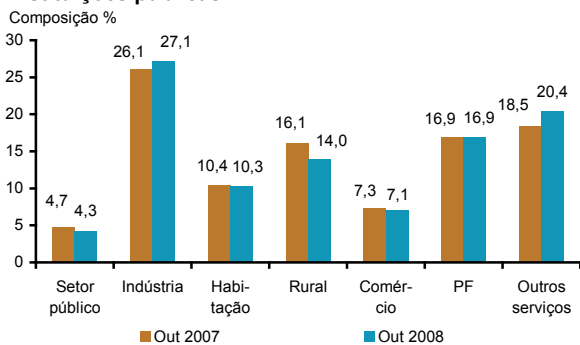
As operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional, embora se mantivessem em patamar elevado, apresentaram relativo arrefecimento no trimestre encerrado em outubro, evolução consistente com o agravamento da crise nos mercados financeiros internacionais. No cenário doméstico, a ampliação das incertezas e da aversão ao risco por parte dos agentes econômicos traduziu-se, em especial, no aumento da seletividade nas concessões, expresso tanto na redução dos prazos máximos de contratação quanto na exigência de mais aporte de recursos por parte dos tomadores, conforme observado no segmento de financiamentos e arrendamentos de veículos a pessoas físicas.

Nesse ambiente, o governo federal, objetivando assegurar a normalidade das operações no mercado de crédito, que vinha sendo elemento importante para a sustentação do dinamismo da atividade econômica, adotou um conjunto de medidas para ampliar a disponibilidade de recursos no sistema financeiro. Essas medidas incorporaram tanto a venda de divisas às instituições financeiras, de modo que se restabelessem os financiamentos ao comércio exterior, quanto liberações de recolhimentos compulsórios, até mesmo como incentivo à negociação de ativos entre instituições financeiras, com o objetivo de impulsionar a movimentação de recursos no mercado interbancário.

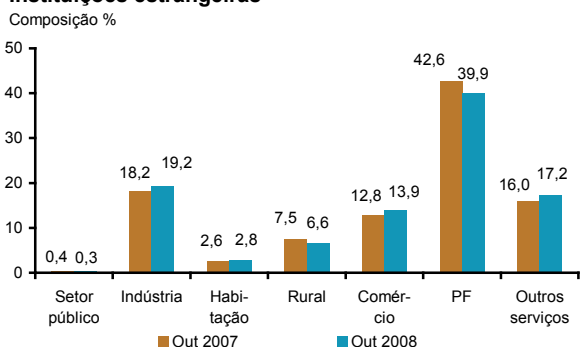
Nesse contexto, o volume total das operações de crédito realizadas com recursos livres e direcionados alcançou R\$1.187 bilhões em outubro, registrando crescimento de 9,3% no trimestre e de 34,6% em doze meses, período em que a relação crédito/PIB elevou-se 6,6 p.p., para 40,2%.

A participação relativa dos bancos públicos no total dos empréstimos do sistema financeiro passou de 34,4%, em julho, para 34,9% em outubro, impulsionada pela aquisição de carteiras de crédito de outras instituições.

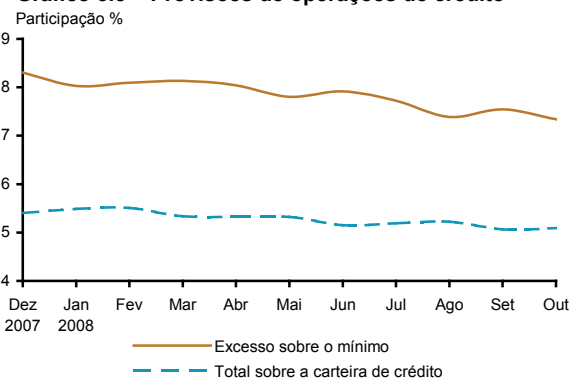
**Gráfico 3.3 – Crédito para atividades econômicas – Instituições públicas**



**Gráfico 3.4 – Crédito para atividades econômicas – Instituições estrangeiras**



**Gráfico 3.5 – Provisões de operações de crédito**



**Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados**

| Discriminação     | R\$ bilhões |       |       |       |            |          |  |
|-------------------|-------------|-------|-------|-------|------------|----------|--|
|                   | 2008        |       |       |       | Variação % |          |  |
|                   | Jul         | Ago   | Set   | Out   | 3 meses    | 12 meses |  |
| Total             | 307,5       | 311,9 | 323,6 | 336,3 | 9,3        | 28,2     |  |
| BNDES             | 176,1       | 177,8 | 185,1 | 195,1 | 10,8       | 28,3     |  |
| Direto            | 84,1        | 86,9  | 91,3  | 98,2  | 16,7       | 34,5     |  |
| Repasses          | 91,9        | 90,8  | 93,8  | 96,9  | 5,4        | 22,6     |  |
| Rural             | 72,4        | 73,1  | 75,3  | 76,1  | 5,2        | 23,9     |  |
| Bancos e agências | 68,5        | 69,0  | 70,5  | 71,0  | 3,8        | 22,1     |  |
| Cooperativas      | 3,9         | 4,1   | 4,8   | 5,1   | 29,8       | 54,2     |  |
| Habitacão         | 51,2        | 53,0  | 55,0  | 56,5  | 10,4       | 36,0     |  |
| Outros            | 7,9         | 8,1   | 8,2   | 8,6   | 8,6        | 19,1     |  |

A representatividade dos financiamentos concedidos pelas instituições privadas nacionais recuou de 44,3% para 43,7%, e a referente aos bancos estrangeiros mostrou-se estável, ao crescer de 21,3% para 21,4%.

O saldo das operações destinadas ao setor privado alcançou R\$1.165 bilhões em outubro, elevando-se 9,2% em relação a julho. As operações contratadas com o setor industrial aumentaram 12,7% no trimestre, para R\$280 bilhões, com ênfase na demanda dos setores agroindústria, energia, química e petroquímica. A expansão de 12,7% nos créditos para o segmento outros serviços, que somaram R\$210,6 bilhões, esteve associada aos desembolsos para os setores telecomunicações, transportes e veículos. Os empréstimos destinados ao comércio cresceram 9,1%, no período, e os concedidos às pessoas físicas, excluindo-se os financiamentos habitacionais com recursos direcionados, elevaram-se 6%, somando R\$387,4 bilhões. Os financiamentos concedidos ao setor público somaram R\$21,7 bilhões em outubro, aumentando 11,3% em relação a julho.

O saldo das provisões constituídas pelas instituições financeiras representou 5,2% da carteira total de crédito em outubro, mantendo-se estável no trimestre, e a taxa de inadimplência atingiu 2,9%, reduzindo-se 0,1 p.p., no período.

### Operações de crédito com recursos direcionados

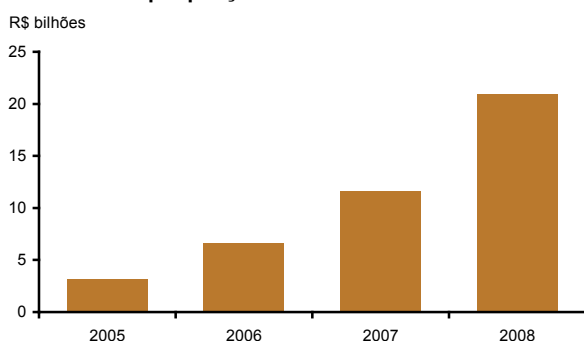
O saldo dos empréstimos no segmento de recursos direcionados atingiu R\$336,3 bilhões no final de outubro, registrando expansão de 9,3% em relação a julho e de 28,2% em doze meses. A variação trimestral refletiu, em parte, o aumento de 10,8% observado nos financiamentos do BNDES, que somaram R\$195,1 bilhões, correspondentes a 58% dos créditos direcionados.

Os desembolsos concedidos pelo BNDES somaram R\$70,2 bilhões nos dez primeiros meses de 2008, aumentando 40,8% em relação a igual período do ano anterior. As concessões destinadas ao segmento comércio e serviços cresceram 47,9%, totalizando R\$36,9 bilhões, concentradas nas atividades transporte terrestre, eletricidade e gás e telecomunicações. Os créditos para a indústria atingiram R\$28,9 bilhões, ressaltando-se a relevância das operações que envolvem os setores alimentos e veículos, e os financiamentos às micro, pequenas e médias empresas, que representaram 25,4% do total dos desembolsos do BNDES no ano, totalizaram R\$17,8 bilhões, elevando-se 36,4%.

**Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES**

| Discriminação                 | R\$ milhões |        | Variação % |
|-------------------------------|-------------|--------|------------|
|                               | Jan-out     |        |            |
|                               | 2007        | 2008   |            |
| Total                         | 49 818      | 70 164 | 40,8       |
| Indústria                     | 20 896      | 28 942 | 38,5       |
| Extrativa                     | 788         | 2 177  | 176,3      |
| Produtos alimentícios         | 3 812       | 7 309  | 91,7       |
| Veículo, reboque e carroceria | 2 069       | 3 697  | 78,7       |
| Refino de petróleo e álcool   | 1 415       | 2 371  | 67,6       |
| Comércio/Serviços             | 24 937      | 36 892 | 47,9       |
| Transporte terrestre          | 9 337       | 14 647 | 56,9       |
| Eletricidade e gás            | 4 273       | 6 765  | 58,3       |
| Construção                    | 2 231       | 3 079  | 38,0       |
| Telecomunicações              | 3 031       | 5 220  | 72,2       |
| Agropecuária                  | 3 985       | 4 329  | 8,6        |

Fonte: BNDES

**Gráfico 3.6 – Crédito habitacional com recursos da caderneta de poupança – Janeiro-setembro****Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres**

| Discriminação             | R\$ bilhões |       |       |       | Variação % |       |
|---------------------------|-------------|-------|-------|-------|------------|-------|
|                           | 2008        |       |       |       | meses      |       |
|                           | Jul         | Ago   | Set   | Out   | 3          | 12    |
| Total                     | 778,4       | 798,4 | 829,2 | 850,3 | 9,2        | 37,3  |
| Pessoa jurídica           | 408,9       | 423,2 | 444,8 | 458,4 | 12,1       | 45,9  |
| Referencial <sup>1/</sup> | 338,8       | 349,3 | 368,5 | 379,1 | 11,9       | 46,2  |
| Recursos domésticos       | 265,8       | 274,7 | 284,5 | 290,9 | 9,5        | 49,6  |
| Recursos externos         | 73,0        | 74,6  | 84,0  | 88,2  | 20,8       | 36,1  |
| Leasing <sup>2/</sup>     | 48,0        | 50,8  | 53,7  | 54,4  | 13,3       | 71,9  |
| Rural <sup>2/</sup>       | 2,3         | 2,5   | 2,8   | 3,2   | 37,4       | 70,3  |
| Outros <sup>2/</sup>      | 19,8        | 20,5  | 19,8  | 21,7  | 9,8        | 1,6   |
| Pessoa física             | 369,5       | 375,2 | 384,3 | 391,9 | 6,1        | 28,4  |
| Referencial <sup>1/</sup> | 266,2       | 268,5 | 270,5 | 273,4 | 2,7        | 16,5  |
| Cooperativas              | 14,8        | 15,4  | 16,0  | 16,5  | 11,6       | 37,5  |
| Leasing                   | 49,0        | 51,3  | 54,3  | 55,7  | 13,6       | 116,3 |
| Outros                    | 39,4        | 40,1  | 43,5  | 46,3  | 17,4       | 41,3  |

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 rurais pactuados com recursos direcionados atingiram R\$76,1 bilhões em outubro, representando 73% da carteira total do segmento. O acréscimo trimestral de 5,2% traduziu aumento nas concessões destinadas a comercialização, 7%, custeio, 3,7%, e investimentos, 0,7%, que representaram, na ordem, 41,1%, 9,4% e 49,5% dos créditos rurais, no período.

Objetivando assegurar os recursos programados para a safra corrente, o CMN elevou de 25% para 30% a parcela dos recursos a vista das instituições financeiras a ser destinada obrigatoriamente à aplicação em crédito rural. O CMN elevou de 65% para 70% a exigibilidade de aplicação dos recursos da caderneta de poupança rural em operações de crédito à agricultura e reduziu de 20% para 15% o encaixe obrigatório relativo a esses depósitos. Ambas as medidas permanecerão vigentes de 1º de novembro de 2008 a 30 de junho de 2009.

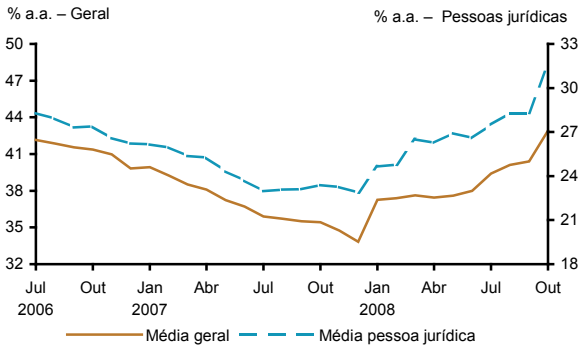
Os financiamentos habitacionais concedidos às pessoas físicas e às cooperativas habitacionais totalizaram R\$56,5 bilhões em outubro, elevando-se 10,4% em relação a julho. Os desembolsos acumulados com recursos da caderneta de poupança somaram R\$20,9 bilhões nos nove primeiros meses do ano, aumentando 80,3% em relação a igual período de 2007, dos quais 87,2% foram contratados no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação, e 12,8% corresponderam a taxas de juros livremente pactuadas.

### Operações de crédito com recursos livres

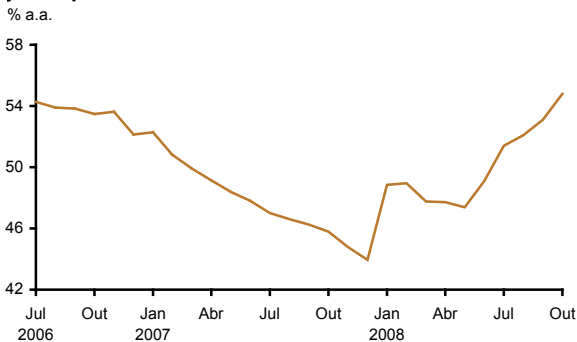
Os empréstimos concedidos com recursos livres – responsáveis, a exemplo do observado em julho, por 71,7% dos créditos do sistema financeiro – atingiram R\$850,3 bilhões em outubro, elevando-se 9,2% no trimestre e 37,3% em doze meses. Os créditos a pessoas jurídicas, R\$458,4 bilhões, mantiveram desempenho robusto, expresso em crescimento de 12,1% no trimestre e de 45,9% em doze meses, com ênfase na expansão de 10,2% e 48,4%, respectivamente, experimentada pelos financiamentos referenciados em recursos domésticos, que somaram R\$370,2 bilhões. As operações de crédito com pessoas físicas atingiram R\$391,9 bilhões, registrando aumento de 6,1% no trimestre e de 28,4% em doze meses.

Relativamente ao crédito referencial para taxa de juros, os empréstimos para capital de giro continuaram registrando forte dinamismo, evidenciado em elevação

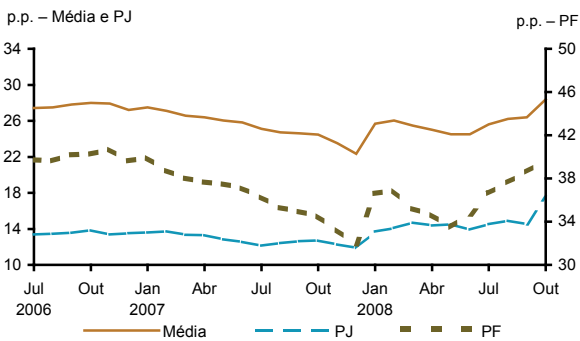
**Gráfico 3.7 – Taxas das operações de crédito com recursos livres**



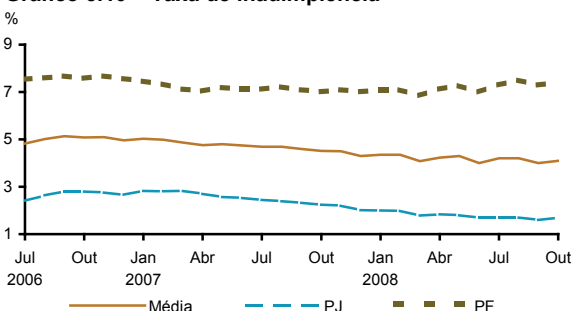
**Gráfico 3.8 – Taxas das operações de crédito com juros prefixados – Pessoa física**



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



**Gráfico 3.10 – Taxa de inadimplência<sup>1/</sup>**



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

de 13,6% no trimestre e de 83,8% em doze meses. O desempenho dessa modalidade, que reflete a evolução do nível da atividade, tem sido impulsionado pelas restrições às linhas de crédito externas e no mercado de capitais, que constituem mecanismos alternativos para o financiamento das atividades produtivas.

Os empréstimos para pessoas jurídicas lastreados em captações externas totalizaram R\$88,2 bilhões em outubro, registrando crescimento de 20,8% em relação a julho e de 36,1% em doze meses. Ressalte-se que a variação trimestral esteve associada, fundamentalmente, à depreciação cambial observada no período.

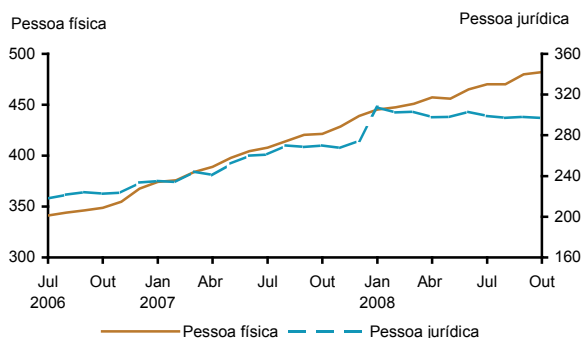
O Banco Central, objetivando assegurar a manutenção de fluxos de recursos adequados nas linhas de crédito à atividade exportadora, realizou operações de *swap* cambial e leilões de moeda estrangeira, para prover a liquidez necessária ao sistema bancário. Complementarmente, o CMN estabeleceu critérios para concessão de empréstimo em moeda estrangeira pelo Banco Central às instituições bancárias. Dessa maneira, foram admitidas como garantias, entre outras, as operações de financiamento a exportações e importações, podendo o Banco Central determinar que os recursos assim obtidos pelos bancos sejam utilizados, no todo ou em parte, para novas operações de comércio exterior. Adicionalmente, como medida de estímulo à realização de empréstimos com recursos externos, o Decreto Presidencial nº 6.613, em vigor desde 23 de outubro de 2008, reduziu de 0,38% para zero a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) que incidia desde março de 2008 sobre as operações de câmbio relativas às captações internacionais para empréstimos e financiamentos.

Em relação ao segmento de pessoas físicas, o saldo dos empréstimos relativos à modalidade crédito pessoal atingiu R\$125,7 bilhões em outubro, registrando crescimento de 5,8% no trimestre e de 27,2% em doze meses, dos quais R\$77,9 bilhões foram referentes a empréstimos em consignação, cuja representatividade na modalidade recuou de 55,8% em julho, para 55,3%.

Os financiamentos para aquisição de veículos somaram R\$81,4 bilhões em outubro, recuando 3% no trimestre e elevando 4,4% em doze meses. O arrefecimento do crédito para comercialização de automóveis vem sendo compensado pela expansão das operações de *leasing* para pessoas físicas registraram crescimento de 13,6% e 116,3%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação, alcançando R\$55,7 bilhões.



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



A taxa média de juros das operações de crédito referencial situou-se em 42,9% a.a. em outubro, aumentando 3,5 p.p. no trimestre, resultado de elevações de 4,1 p.p., para 31,6% a.a., no segmento de pessoas jurídicas, e de 3,4 p.p., para 54,8%, no relativo a pessoas físicas. A expansão assinalada no segmento de pessoas jurídicas traduziu o aumento de 5,6 p.p. e 5,3 p.p. observado nos encargos prefixados e pós-fixados. No segmento de pessoas físicas, as elevações mais representativas ocorreram nas modalidades cheque especial, 8,1 p.p., e crédito pessoal, 3,8 p.p.

O *spread* bancário relativo às operações de crédito referencial alcançou 28,4 p.p. em outubro. O aumento trimestral de 2,8 p.p. é explicado pela postura mais conservadora das instituições financeiras nas concessões de crédito, em momento de forte aversão a risco.

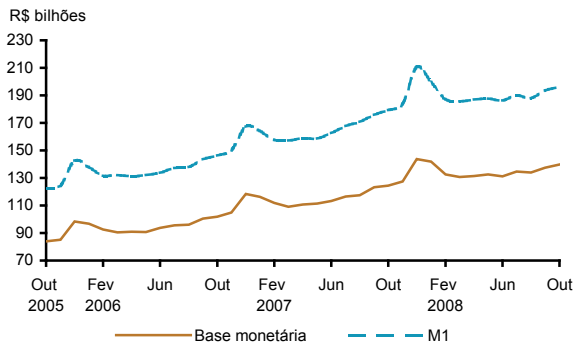
A inadimplência da carteira de crédito referencial, considerados atrasos superiores a noventa dias, atingiu 4,1% em outubro. A redução trimestral de 0,1 p.p. traduziu idêntica evolução no segmento de pessoas físicas, em que a inadimplência atingiu 7,4%, e, no âmbito das pessoas jurídicas, manteve-se estável em 1,7%.

O prazo médio dos empréstimos relacionados à modalidade de crédito referencial apresentou estabilidade no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, situando-se em 374 dias. Esse resultado refletiu o aumento de doze dias registrado no prazo médio da carteira de pessoas físicas, que atingiu 482 dias, ressaltando-se o aumento de 24 dias assinalado na modalidade crédito pessoal e a redução de doze dias nos financiamentos para aquisição de veículos. Em sentido inverso, o prazo médio das operações com pessoas jurídicas decresceu dois dias, no trimestre.

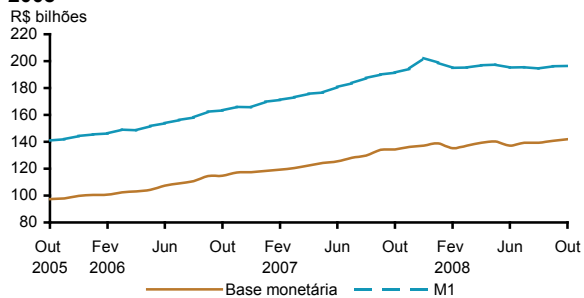
## 3.2 Agregados monetários

Os meios de pagamento restritos (M1), considerados os saldos médios diários, atingiram R\$196 bilhões em outubro, com crescimento de 1,3% no mês e de 9,3% em doze meses, mantendo-se, na comparação anual, a tendência de desaceleração observada a partir de junho. Os saldos médios do papel-moeda em poder do público e dos depósitos a vista cresceram 17,6% e 4,2%, respectivamente, em doze meses. Considerados dados dessazonalizados e deflacionados, o M1 cresceu 0,5% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, refletindo o comportamento estável do agregado no decorrer do segundo semestre.

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

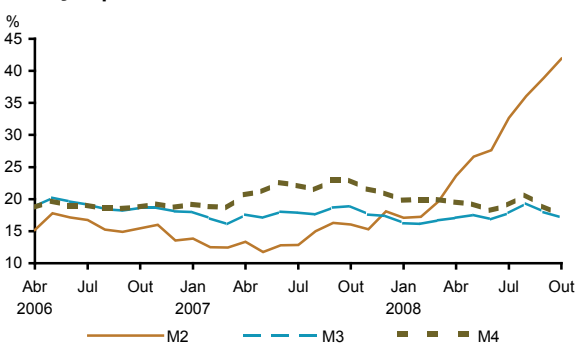


**Gráfico 3.13 – Base monetária e meios de pagamento, dados dessazonalizados, a preços de outubro de 2008<sup>1/</sup>**



1/ Índice de preços: IPCA.

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



A média dos saldos diários da base monetária situou-se em R\$139,8 bilhões em outubro, com acréscimo de 12,4% em doze meses, correspondente a aumento de 17,7% no saldo médio do papel-moeda emitido e de 1,2% nas reservas bancárias.

Em relação às fontes de emissão primária de moeda, as liberações referentes à exigência adicional sobre depósitos totalizaram R\$23,6 bilhões, refletindo tanto a redução, de 8% para 5%, a partir de outubro, das alíquotas incidentes sobre depósitos a vista e depósitos a prazo, quanto a elevação, de R\$300 milhões para R\$1 bilhão, da parcela a deduzir das exigibilidades nesses recolhimentos. Tais liberações, associadas aos resgates líquidos de R\$35,2 bilhões de títulos do Tesouro Nacional, contribuíram para a expansão de R\$3,7 bilhões da base monetária no trimestre. Em sentido oposto, os efeitos contracionistas associados às operações do Tesouro Nacional, às vendas líquidas de divisas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio, e aos ajustes nas operações com derivativos somaram, na ordem, R\$26 bilhões, R\$16 bilhões e R\$12,2 bilhões.

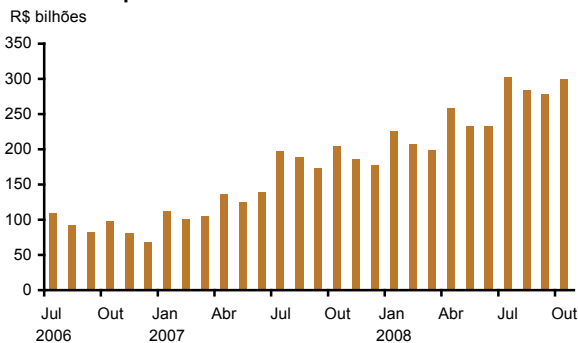
Os meios de pagamento no conceito M2, que agrega ao M1 os depósitos de poupança, os depósitos para investimentos e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, totalizaram R\$1,02 trilhão em outubro, elevando-se 13,2% em relação a julho e 41,9% em doze meses.

O saldo do agregado M3, conceito que soma ao M2 as quotas de fundos de investimento e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamento em operações compromissadas, atingiu R\$1,8 trilhão em outubro, elevando-se 4,2% em relação a julho, mesmo consideradas as reduções respectivas de 11,7% e de 4,6% assinaladas no volume de operações compromissadas e nas quotas de fundos de investimento. O M4, que compreende a soma do M3 e dos títulos públicos de detentores não financeiros, totalizou R\$2,2 trilhões em outubro, com expansão de 3,3% no trimestre e de 17,4% em doze meses.

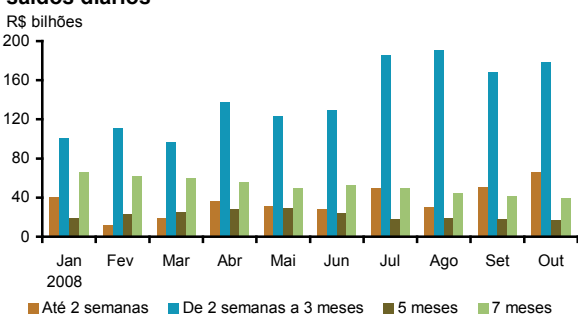
### Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias com títulos públicos federais realizadas pelo Tesouro Nacional proporcionaram impacto expansionista de R\$13,5 bilhões no trimestre encerrado em outubro, resultado de colocação de R\$41,1 bilhões, vencimentos de R\$51,1 bilhões e compras e resgates

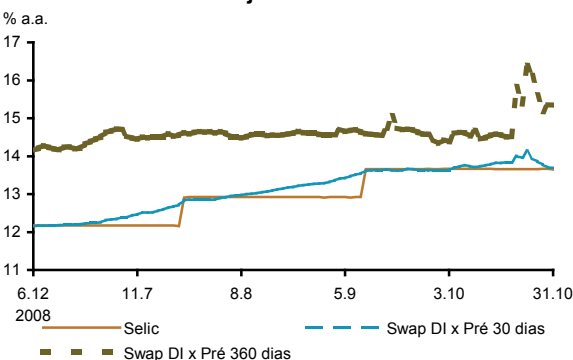
**Gráfico 3.15 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária**



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

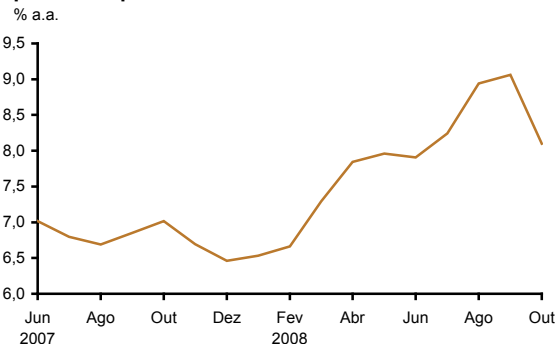


**Gráfico 3.17 – Taxas de juros**



Fonte: BM&FBOVESPA

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



antecipados de R\$3,5 bilhões. As operações de troca atingiram R\$9,3 bilhões.

A média dos saldos diários da posição líquida de financiamento do Banco Central no *open market* totalizou R\$299,7 bilhões em outubro, ante R\$302,1 bilhões em julho.

As operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central, com o objetivo de adequar as condições de liquidez do sistema financeiro, apresentaram mais concentração, em outubro, da participação das transações de curtíssimo prazo, que somaram R\$66,1 bilhões, ante R\$49,6 bilhões em julho. Em sentido oposto, registrou-se recuo nas operações de duas semanas a três meses, de R\$185,5 bilhões para R\$178,8 bilhões; nas de cinco meses, de R\$17,9 bilhões para R\$16,2 bilhões; nas de sete meses, de R\$49,1 bilhões para R\$39,3 bilhões.

### Taxas de juros reais e expectativa de mercado

A curva de taxas de juros futuros dos contratos de *swap* DI x pré apresentou elevação para todos os vértices no trimestre encerrado em outubro, ressaltando-se, em linha com o aumento das incertezas nos mercados financeiros internacionais, os movimentos nos vértices com prazos superiores a um ano. O contrato de *swap* DI x pré de 360 dias apresentou alta de 69 p.b. no trimestre, atingindo 15,3% a.a. no final de outubro, após alcançar 16,5% a.a. em 24 daquele mês, taxa mais elevada desde dezembro de 2005.

A taxa de juros Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) real *ex-ante* para os próximos doze meses, calculada com base na pesquisa Relatório de Mercado, de 31 de outubro de 2008, realizada pelo Banco Central, alcançou 8,1% a.a., ante 8,2% a.a. em julho e 9,1% a.a. ao final de setembro. O recuo mensal traduziu a conjunção dos efeitos da acomodação da expectativa da taxa Selic para doze meses, de 15,6% a.a. para 13,9% a.a., e do aumento da expectativa para o IPCA, de 5,1% a.a. para 5,3% a.a.

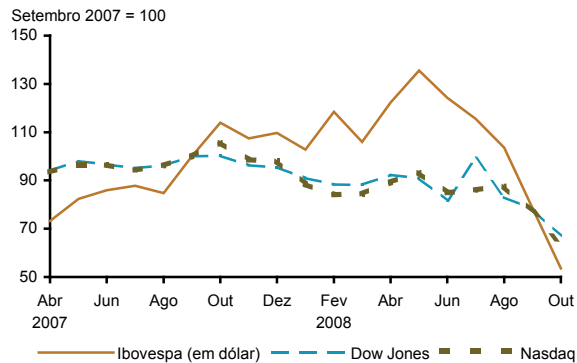
### Mercado de capitais

Acompanhando a tendência das bolsas de valores das principais economias maduras e emergentes, o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), evidenciando mais aversão ao risco por parte dos investidores, experimentou elevadas perdas, em ambiente de acentuada volatilidade,

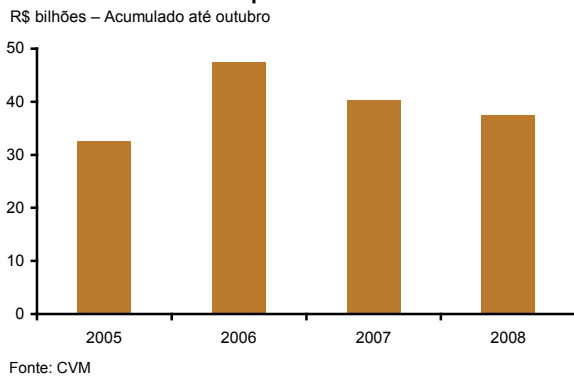
**Gráfico 3.19 – Ibovespa**



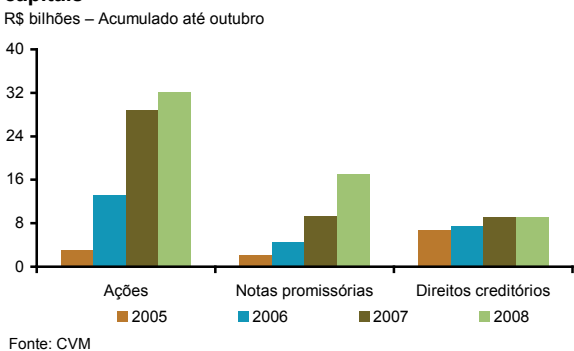
**Gráfico 3.20 – Bolsas de valores**



**Gráfico 3.21 – Emissão primária de debêntures**



**Gráfico 3.22 – Emissões primárias no mercado de capitais**



no trimestre encerrado em outubro. O índice recuou 37,4% no trimestre, atingindo 37.256 pontos no final do período, e o valor médio de mercado das empresas listadas no índice diminuiu 35,6%, situando-se em R\$1,4 trilhão, patamar de outubro de 2006. O volume médio diário transacionado no trimestre apresentou retração de 17,2% em relação ao registrado no trimestre encerrado em julho.

Avaliado em dólares, o Ibovespa apresentou recuo ainda mais acentuado, 53,6%, evidenciando o processo de depreciação cambial observado no período, e os índices Dow Jones e Nasdaq retraíram, na ordem, 32,3% e 26%, retornando ao patamar de 2003.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissão de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios atingiu R\$95,8 bilhões nos dez primeiros meses de 2008. As emissões primárias de ações somaram R\$32,1 bilhões, ante R\$28,7 bilhões em igual período de 2007. Vale destacar o crescimento de 83% das emissões de notas promissórias, que atingiram R\$17 bilhões em 2008.

## Aplicações financeiras

As aplicações financeiras em fundos de investimento, depósitos a prazo e cadernetas de poupança totalizaram R\$1,7 trilhão no final de outubro, registrando elevação de 1% no trimestre e de 12,5% em doze meses.

O patrimônio líquido dos fundos de investimento, considerados fundos cambiais, de curto prazo, de renda fixa, multimercados e referenciados, decresceu 2,5% no trimestre encerrado em outubro, situando-se em R\$974,8 bilhões, em linha com a ocorrência de retiradas líquidas de R\$45 bilhões. Assinale-se que, entre as modalidades mencionadas, apenas os fundos referenciados registraram captação líquida positiva, de R\$713,9 milhões. O patrimônio líquido dos fundos de investimento extramercado, que administram recursos de propriedade das entidades da administração federal indireta, atingiu R\$32,9 bilhões, registrando captação líquida trimestral de R\$2,2 bilhões.

Os fundos de renda variável, refletindo o desempenho do Ibovespa, somaram R\$119 bilhões ao final de outubro, apresentando redução de 25,5% no trimestre e de 18,4% em doze meses.

## Atuação do Banco Central para Ampliação da Liquidez em Moeda Nacional

---

A restrição nas condições de liquidez nos mercados financeiros internacionais, além de obstruir o canal de crédito utilizado pelos bancos nacionais para concessão de adiantamentos à exportação, provocou retração no mercado interbancário.

Objetivando assegurar a manutenção adequada das condições de liquidez no sistema, o Banco Central adotou medidas destinadas a gerar liquidez em moeda estrangeira (ver boxe Crise Financeira Internacional – Atuação do governo brasileiro no fornecimento de liquidez em moeda estrangeira – página 98) e em moeda nacional, sintetizadas na Tabela 1 deste boxe. As principais iniciativas para o provimento de liquidez em moeda nacional ocorreram sob a forma de alterações nas regras dos depósitos compulsórios, que são mantidos pelas instituições financeiras no Banco Central e constituem-se em tradicional instrumento de política monetária, desempenhando função de estabilizadores da liquidez de curto prazo na economia.

Os recolhimentos compulsórios são calculados com base na aplicação de alíquotas às principais modalidades de depósitos: a vista, de poupança e a prazo, passando a incidir, em janeiro de 2008, também sobre depósitos interfinanceiros captados de sociedades de arrendamento mercantil. Esses recursos, que compreendem ainda exigibilidade adicional sobre recursos a vista, a prazo e depósitos de poupança, são recolhidos em espécie ou mantidos em títulos públicos federais no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic). O modelo brasileiro divide os depósitos obrigatórios mantidos no Banco Central entre remunerados e não remunerados, possibilitando, assim, o ajuste da liquidez por meio de alterações do custo de oportunidade às instituições financeiras.

As alterações recentes, introduzidas pelo Banco Central e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), consistiram em redução de alíquotas, elevação dos valores a deduzir das exigibilidades, mudanças na remuneração dos recolhimentos, além de abatimentos sobre valores a recolher, concedidos como incentivo à negociação de ativos entre instituições financeiras. Em conjunto, de 24 de setembro a 2 de dezembro, essas alterações proporcionaram liberação efetiva de R\$93,9 bilhões do saldo desses depósitos.

A primeira alteração registrada nesse período ocorreu em 24 de setembro de 2008, por meio da Circular nº 3.405, que postergou o cronograma de elevação da alíquota do recolhimento sobre depósitos interfinanceiros captados de sociedades de arrendamento mercantil. A Circular nº 3.412, de 13 de outubro de 2008, possibilitou ainda a dedução dos valores de aquisição de moeda estrangeira com compromisso de recompra pelo Banco Central da exigibilidade sobre os depósitos interfinanceiros. Essa medida possibilitou ao sistema bancário a liberação de até R\$18,6 bilhões, a partir da data de sua publicação. Desse montante, R\$8 bilhões foram efetivados até 2 de dezembro.

A Circular nº 3.405/2008 elevou, ainda, de R\$100 milhões para R\$300 milhões o valor a deduzir da exigibilidade adicional sobre recursos a vista, recursos a prazo e depósitos de poupança, resultando em liberação adicional de R\$5,3 bilhões a partir de 29 de setembro. O limite de dedução voltou a ser elevado, para R\$1 bilhão, pela Circular nº 3.410, de 13 de outubro de 2008, proporcionando injeção de recursos da ordem de R\$8,1 bilhões. A alíquota da exigibilidade adicional sobre recursos a vista e a prazo foi reduzida de 8% para 5%, pela Circular nº 3.408, de 8 de outubro de 2008, gerando liberação de aproximadamente R\$15,4 bilhões. A partir de 1º de dezembro, em decorrência da Circular nº 3.419, de 13 de novembro de 2008, os recolhimentos relativos à exigibilidade adicional deixaram de ser em espécie, remunerados pela taxa Selic, e passaram a ocorrer mediante vinculação de títulos públicos federais no Selic.

A aquisição de ativos de instituições financeiras pequenas e médias passou a ser incentivada

pelo disposto na Circular nº 3.407, de 2 de outubro, posteriormente alterada pelas Circulares nº 3.411, de 13 de outubro, e nº 3.414, de 15 de outubro, que permitiram às instituições adquirir ativos de bancos com Patrimônio de Referência de até R\$7 bilhões, abater até o limite de 70% dos recolhimentos compulsórios sobre recursos a prazo o valor das aquisições de operações de crédito, títulos e valores mobiliários de renda fixa da carteira de fundos de investimento, de direitos creditórios oriundos de operações de arrendamento mercantil ou de carteiras de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) de cotas de FIDC e das aplicações em depósitos interfinanceiros garantidos por operações de crédito e arrendamento mercantil ou títulos de renda fixa. Essa medida disponibilizou às instituições financeiras a possibilidade de liberar até R\$29,5 bilhões dos recolhimentos compulsórios. O estímulo à aquisição interbancária de ativos financeiros foi reforçado pela Circular nº 3.417, de 30 de outubro, que incluiu os depósitos interfinanceiros de instituições não ligadas entre os ativos elegíveis para dedução e determinou que 70% dos recolhimentos relativos a recursos a prazo devem ser mantidos em espécie, sem direito a remuneração – até então, tal exigibilidade era cumprida exclusivamente em títulos. A nova regra de composição desses recolhimentos tornou-se efetiva em 14 de novembro. A Circular nº 3.421, de 25 de novembro, excetuou o BNDES da limitação do Patrimônio de Referência, o que permite que aos bancos deduzir do recolhimento sobre recursos a prazo as aquisições e aplicações realizadas com essa instituição. Em termos efetivos, a liberação de recursos resultante da aquisição interbancária de ativos totalizou R\$27,1 bilhões até 2 de dezembro.

Os recolhimentos relativos a recursos a prazo foram alterados, adicionalmente, pelas Circulares nº 3.408, de 8 de outubro, e nº 3.410, de 13 de outubro, que elevaram, em duas etapas, o valor a deduzir desses recolhimentos, de R\$300 milhões para R\$2 bilhões. A liberação decorrente somou R\$18,6 bilhões.

A alíquota dos recursos a vista foi reduzida de 45% para 42%, por meio da Circular nº 3.413, de 14 de outubro, implicando liberação de recursos de R\$3,6 bilhões a partir do dia 29 daquele mês. A

Circular nº 3.416, de 24 de outubro, regulamentou que desse recolhimento compulsório possa ser deduzido o valor da antecipação voluntária ao Fundo Garantidor de Créditos (FGC) correspondente a sessenta vezes o valor da contribuição ordinária relativa a agosto de 2008. Tais antecipações voluntárias somaram R\$5,4 bilhões.

O encaixe obrigatório sobre os depósitos de poupança no âmbito do SBPE permaneceram sujeitos à alíquota de 20%, e, por meio da Resolução nº 3.625, de 30 de outubro, a alíquota incidente sobre a poupança rural foi reduzida para 15%, o que representou liberação de recursos da ordem de R\$2,6 bilhões a partir de 10 de novembro.

Além das alterações nas regras dos recolhimentos compulsórios, foram adotadas medidas que visavam o direcionamento do crédito a determinados setores da atividade econômica. Nesse sentido, a destinação dos recursos mantidos em depósitos a vista e em poupança rural ao crédito agrícola foram aumentadas, na ordem, de 25% para 30%, pela Resolução nº 3.623, de 14 de outubro, e de 65% para 70%, por meio da Resolução nº 3.625, de 30 de outubro. Em ambos os casos, as alterações permanecerão em vigor de novembro de 2008 a junho de 2009.

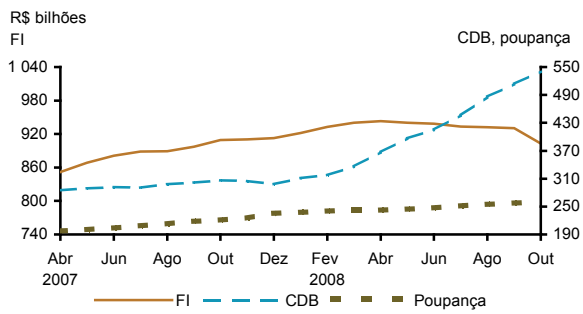
Em outra iniciativa que visa ampliar o acesso à liquidez por parte do sistema bancário, a Resolução nº 3.622, de 9 de outubro, estabeleceu critérios e condições especiais de avaliação e de aceitação de ativos, pelo Banco Central, em operações de redesconto em moeda nacional. Essas operações podem ser realizadas sob a forma de venda de ativos com compromisso de recompra pelas instituições financeiras.



**Tabela 1 – Cronologia das alterações**

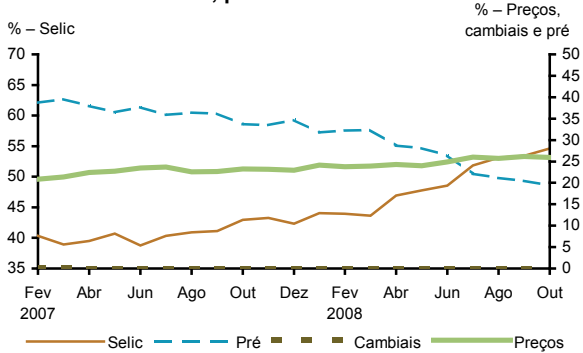
| Normas  | Ativos                     | Ajuste (a partir de)    | Alteração   |   |
|---|----------------------------|-------------------------|---|---|
| Circular nº 3.413, de 14.10.2008                                  | Depósitos a vista          | 29.10.2008              | Redução de alíquota de 45% para 42%.  |   |
| Circular nº 3.416, de 24.10.2008                                  |                            | 24.10.2008              | Dedução das parcelas da contribuição ordinária ao FGC, voluntariamente antecipadas.   |   |
| Resolução nº 3.623, de 14.10.2008                                 |                            | 14.10.2008              | Elevação de 25% para 30% do direcionamento para o crédito rural.  |   |
| Circular nº 3.407, de 2.10.2008                                   | Depósitos a prazo          | 10.10.2008              | Dedução do recolhimento sobre recursos a prazo na compra de carteiras de crédito de instituições financeiras.                   |   |
| Circular nº 3.408, de 8.10.2008                                   |                            | 10.10.2008              | Elevação de R\$300 milhões para R\$700 milhões da parcela a deduzir do recolhimento sobre recursos a prazo.                     |   |
| Circular nº 3.410, de 13.10.2008                                  |                            | 17.10.2008              | Elevação de R\$700 milhões para R\$2 bilhões da parcela a deduzir do recolhimento sobre recursos a prazo.                       |   |
| Circular nº 3.411, de 13.10.2008                                  |                            | 17.10.2008              | Alteração da Circular nº 3.407 (ativos e instituições elegíveis).   |   |
| Circular nº 3.414, de 15.10.2008                                  |                            | 15.10.2008              | Alteração da Circular nº 3.407 (incluiu depósitos interfinanceiros, adiantamentos e outros créditos entre os ativos elegíveis). |   |
| Circular nº 3.417, de 30.10.2008                                  |                            | 14.11.2008              | Cumprimento da exigibilidade dos recolhimentos passa a ser 30% em títulos públicos federais e 70% em espécie.                   |   |
| Circular nº 3.421, de 25.11.2008                                  |                            | 25.11.2008              | Alteração da Circular nº 3.407 (ativos do BNDES incluídos entre os elegíveis).  |   |
| Circular nº 3.405, de 24.9.2008                                   |                            | Exigibilidade adicional | 29.9.2008   | Elevação de R\$100 milhões para R\$300 milhões da parcela a deduzir dos recolhimentos referentes à exigibilidade adicional. |
| Circular nº 3.408, de 8.10.2008                                   |                            |                         | 13.10.2008  | Redução de alíquota de 8% para 5% na exigibilidade adicional sobre recursos à vista e a prazo.                              |
| Circular nº 3.410, de 13.10.2008                                  | 13.10.2008                 |                         | Elevação de R\$300 milhões para R\$1 bilhão da parcela a deduzir dos recolhimentos referentes à exigibilidade adicional.        |   |
| Circular 3.419, de 13.11.2008 e Resolução nº 3.634, de 13.11.2008 | 1º/12/2008                 |                         | Cumprimento da exigibilidade adicional passa a ser em títulos públicos federais.  |   |
| Circular nº 3.405, de 24.9.2008                                   | Depósitos interfinanceiros | 16.1.2009 e 13.3.2009   | Altera o cronograma de elevação gradual da alíquota.  |   |
| Circular nº 3.412, de 13.10.2008                                  |                            | 13.10.2008              | Permite abater dos recolhimentos o valor de aquisição de moeda estrangeira com compromisso de revenda.                          |   |
| Resolução nº 3.625, de 30.10.2008                                 | Poupança rural             | 10.11.2008              | Elevação de 65% para 70% da destinação ao crédito rural e redução da alíquota dos recolhimentos de 20% para 15%.                |   |

**Gráfico 3.23 – Evolução patrimonial de poupança, CDB e FI<sup>1/</sup>**

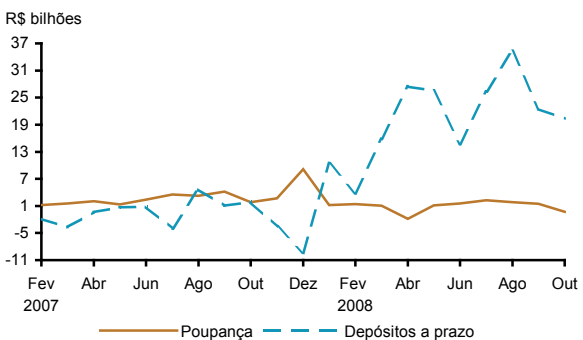


1/ Exclui fundos de investimentos em ações e em dívida externa.

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



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



O saldo das cadernetas de poupança cresceu 3,2% no trimestre encerrado em outubro, situando-se em R\$259 bilhões, registrando captação líquida de R\$3 bilhões. Os depósitos a prazo atingiram R\$540,1 bilhões, apresentando aumento de 21,1% no trimestre e de 76,4% em doze meses.

### 3.3 Política fiscal

O Congresso Nacional aprovou a Lei nº 11.793, de 6 de outubro de 2008, que autoriza a União a repassar R\$3,3 bilhões aos estados e municípios, no exercício de 2008, com o objetivo de fomentar as exportações. Com a medida, os repasses, previstos na Lei Complementar nº 115, de 26 de dezembro de 2002, deverão alcançar R\$4,6 bilhões até o final do exercício, ante R\$3,9 bilhões observados em 2007.

Atuando, igualmente, no sentido de prover mais liquidez ao mercado, a Medida Provisória nº 447, de 14 de novembro de 2008, ampliou em dez dias o prazo para o recolhimento do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), do Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) e da contribuição previdenciária paga pelas empresas, e, em cinco dias, o prazo para recolhimento do Programa de Integração Social (PIS) e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins). Ressalte-se que esses procedimentos serão observados em relação aos fatos geradores ocorridos a partir de 1º de novembro, não devendo impactar as estimativas de arrecadação de receitas federais ao longo do ano.

Objetivando adequar a proposta de orçamento da União para 2009 – encaminhada, em agosto, ao Congresso Nacional – ao novo ambiente experimentado pela economia mundial, o governo reduziu a estimativa das receitas orçamentárias em R\$15 bilhões. Evidenciando a redução projetada para as despesas, sem que fossem comprometidos gastos sociais ou investimentos previstos no PAC, a meta para o superávit primário permaneceu no valor anteriormente definido.

### Necessidades de financiamento do setor público

O superávit primário do setor público consolidado totalizou R\$132,9 bilhões nos dez primeiros meses do ano, aumentando 0,54 p.p. do PIB em relação a igual período de 2007. Essa evolução refletiu o aumento de 1,01 p.p.

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

| Segmento           | 2006         |             | 2007          |             | 2008          |             |
|--------------------|--------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
|                    | R\$          | %           | R\$           | %           | R\$           | %           |
|                    | bilhões      | PIB         | bilhões       | PIB         | bilhões       | PIB         |
| Governo Central    | -57,2        | -3,0        | -63,3         | -3,0        | -95,3         | -4,0        |
| Governos regionais | -19,2        | -1,0        | -28,6         | -1,4        | -29,0         | -1,2        |
| Empresas estatais  | -14,6        | -0,8        | -14,6         | -0,7        | -8,6          | -0,4        |
| <b>Total</b>       | <b>-91,0</b> | <b>-4,8</b> | <b>-106,6</b> | <b>-5,1</b> | <b>-132,9</b> | <b>-5,6</b> |

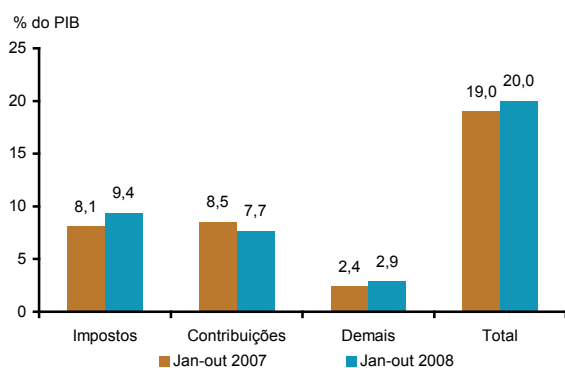
assinalado no resultado do Governo Central, e os superávits dos governos regionais e das empresas estatais apresentaram recuo de 0,14 p.p. e 0,33p.p., respectivamente, no período.

A melhoria no resultado do Governo Central refletiu crescimento do superávit do governo federal e redução do déficit da Previdência Social, tendo contribuído, em ambos os casos, o crescimento expressivo das receitas em relação às despesas, em linha com o desempenho favorável da economia no período.

As receitas do Governo Central, excluídas as transferências a estados e municípios, cresceram 17,6% em relação aos dez primeiros meses de 2007, e as despesas elevaram-se 11%.

As receitas do Tesouro Nacional aumentaram 19,1%, para R\$463,7 bilhões, situando-se 0,7 p.p. do PIB acima do patamar assinalado de janeiro a outubro do ano anterior. Essa evolução esteve associada tanto aos impactos favoráveis relacionados ao dinamismo apresentado pela economia no período quanto às ações administrativas empreendidas pela Secretaria da Receita Federal e pela Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, objetivando recuperar débitos em atraso, que proporcionaram crescimento de 26% na arrecadação relativa a multas e juros.

**Gráfico 3.26 – Receita bruta do Tesouro Nacional**

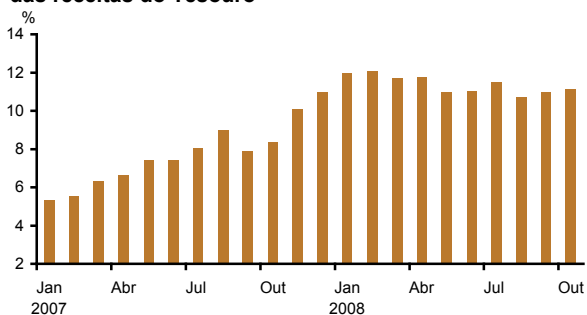


A arrecadação do Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) aumentou 30,2%, e a associada à Cofins, 20,2%, resultados consistentes com a maior lucratividade apresentada pelas empresas, em especial nos setores serviços financeiros, combustíveis, fabricação de veículos automotores, comércio atacadista, metalurgia e construção civil.

Evidenciando o impacto das melhoras no mercado de trabalho sobre o crescimento da massa salarial, a diferença de fatos geradores entre os meses de janeiro de 2008 e de 2007 e o aumento do volume de recursos distribuídos a título de participação nos lucros e resultados, associados, em especial, à maior lucratividade das empresas do setor financeiro, a arrecadação do IRRF cresceu 20,2% no período.

O desempenho favorável da indústria nos setores veículos, metalurgia e minerais não metálicos contribuiu para que o aumento na arrecadação do IPI atingisse 20,6%, evolução impulsionada, ainda, pelo aumento da parcela do imposto vinculado à importação, em linha com a trajetória crescente das compras externas e com a elevação de 0,03% na alíquota média efetiva do imposto.

**Gráfico 3.27 – Taxa de crescimento real em doze meses das receitas do Tesouro<sup>1/</sup>**



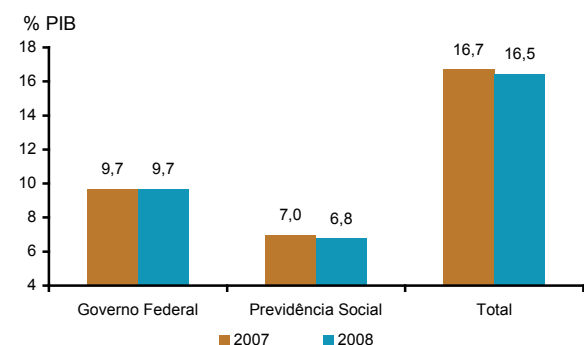
1/ Corrigida pelo IPCA.

O aumento de 164,6% observado no IOF, nos dez primeiros meses de 2008, refletiu tanto a elevação em sua alíquota, registrada no início do ano, quanto o dinamismo das operações de crédito e a arrecadação atípica de depósitos judiciais relativos a períodos anteriores.

As demais receitas do Tesouro Nacional cresceram 39,4%, no período, com ênfase na expansão registrada nas relativas a concessões, 312%, impulsionadas pela arrecadação relacionada a licitações de blocos exploratórios de petróleo e gás natural e a licitações de licenças para exploração da banda de terceira geração das empresas operadoras de serviços de telefonia móvel, ambas sem correspondências no mesmo período do ano anterior; aos dividendos pagos pelas empresas estatais, 94,9%; e à cota-parte de compensações financeiras, 51,8%, em decorrência do aumento no preço internacional do petróleo.

O crescimento real em doze meses das receitas totais do Tesouro Nacional seguiu robusto em outubro, embora em patamar inferior ao registrado, no mesmo tipo de comparação, nos primeiros meses do ano. Essa trajetória, tendo em vista a correlação acentuada entre o nível das receitas e o da atividade econômica interna, estará influenciada, nos próximos meses, pelos desdobramentos da crise financeira sobre o setor real da economia brasileira.

**Gráfico 3.28 – Despesas do Governo Central Janeiro-outubro**



As despesas do Governo Central totalizaram R\$392,1 bilhões nos dez primeiros meses de 2008, recuando 0,26 p.p. do PIB em relação a igual período do ano anterior, primeira redução registrada nessa base de comparação desde 2003. Esse resultado traduziu redução de 0,03 p.p. do PIB nas despesas do Tesouro Nacional e de 0,23 p.p. do PIB nas despesas da Previdência Social, e as relativas ao Banco Central apresentaram estabilidade.

**Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional**

Janeiro-outubro

| Discriminação                        | 2007        |          | 2008        |          |
|--------------------------------------|-------------|----------|-------------|----------|
|                                      | R\$ milhões | % do PIB | R\$ milhões | % do PIB |
| Total                                | 289 018     | 20,0     | 333 995     | 20,5     |
| Transferência a estados e municípios | 84 588      | 5,8      | 104 298     | 6,4      |
| Pessoal e encargos sociais           | 93 107      | 6,4      | 102 513     | 6,3      |
| Custeio e capital                    | 110 997     | 7,7      | 126 393     | 7,8      |
| FAT                                  | 15 084      | 1,0      | 17 737      | 1,1      |
| Subsídio e subvenções                | 5 948       | 0,4      | 3 977       | 0,2      |
| Loas/RMV                             | 11 183      | 0,8      | 13 266      | 0,8      |
| Investimento                         | 14 249      | 1,0      | 20 032      | 1,2      |
| Outras                               | 64 533      | 4,5      | 71 383      | 4,4      |
| Transferências ao Bacen              | 326         | 0,0      | 791         | 0,0      |

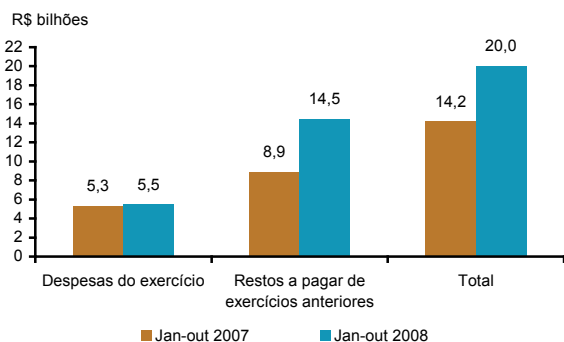
Fonte: Minifaz/STN

O recuo nas despesas do Tesouro Nacional esteve associado ao decréscimo de 0,10 p.p. do PIB, nos gastos com pessoal e encargos.

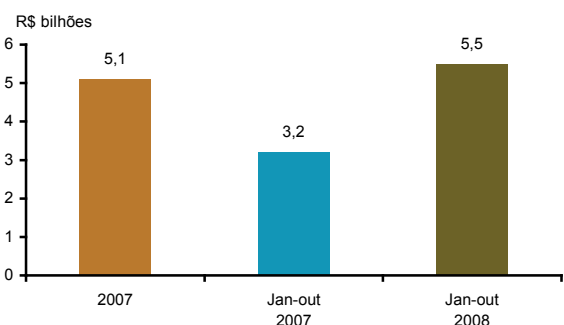
Em sentido inverso, os gastos com custeio e capital elevaram-se 0,06 p.p. do PIB nos dez primeiros meses do ano. As despesas relacionadas ao Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), que abrangem abono salarial e seguro desemprego, e as relativas à Lei Orgânica de Assistência Social (Loas) e à Renda Mensal Vitalícia (RMV) elevaram-se, no período, em linha com o aumento do salário mínimo e do número de beneficiários atendidos.

As despesas com subsídios e subvenções reduziram-se em 0,11 p.p. do PIB, resultado do aumento nos retornos

**Gráfico 3.29 – Governo federal: despesas pagas de investimentos**



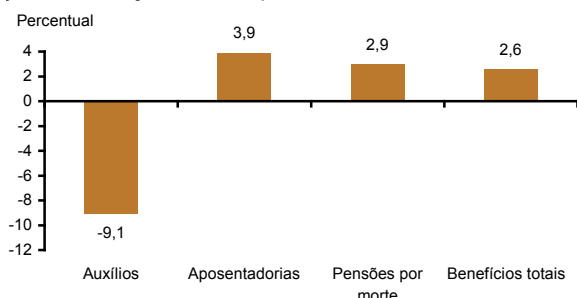
**Gráfico 3.30 – Despesas com o Projeto Piloto de Investimentos (PPI)**



**Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social**  
Janeiro-outubro

| Discriminação              | 2007   | 2008   | R\$ bilhões<br>Var. % |
|----------------------------|--------|--------|-----------------------|
| Arrecadação bruta          | 120,5  | 141,3  | 17,3                  |
| Restituição/devolução      | -0,4   | -0,4   | 0,0                   |
| Transf. a terceiros        | -11,3  | -14,1  | 24,8                  |
| Arrecadação líquida        | 108,8  | 126,8  | 17,2                  |
| Benefícios previdenciários | 147,3  | 160,5  | 9,0                   |
| Resultado primário         | -38,5  | -33,7  | -12,5                 |
| Arrecadação líquida/PIB    | 5,17%  | 5,35%  |                       |
| Benefícios/PIB             | 7,00%  | 6,77%  |                       |
| Resultado primário/PIB     | -1,83% | -1,42% |                       |

**Gráfico 3.31 – Crescimento da quantidade de benefícios emitidos pela Previdência Social (Média jan-out 2008/jan-out 2007)**



Fonte: STN

líquidos no âmbito do Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND) e da redução de despesas com os programas de Custeio Agropecuário, Aquisição do Governo Federal (AGF) e Sustentação de Preços.

As outras despesas de custeio e capital aumentaram 0,11 p.p. do PIB, impulsionadas pelo crescimento de 40,6% dos investimentos totais do governo federal, com destaque para a elevação de 73,9% nos investimentos abrangidos pelo Projeto Piloto de Investimento (PPI), passíveis de dedução da meta de superávit primário.

O déficit primário da Previdência Social reduziu-se 0,41 p.p. do PIB em relação aos dez primeiros meses de 2007, reflexo do acréscimo de 0,18 p.p. do PIB na arrecadação líquida, impulsionada pelo crescimento da massa salarial no período, e de recuo de 0,23 p.p. do PIB nos benefícios pagos.

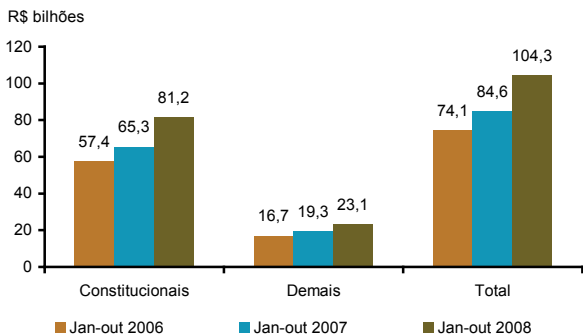
O valor médio dos benefícios previdenciários pagos cresceu 7%, evolução compatível tanto com os aumentos do salário mínimo e dos pagamentos acima do piso quanto com a elevação de 2,6% na quantidade média mensal de benefícios, resultante de crescimento de 3,9% nas aposentadorias e de recuo de 9,1% no número de auxílios concedidos.

As transferências totais para os governos regionais elevaram-se 23,3% nos dez primeiros meses de 2008, em relação a igual período do ano anterior, evolução consistente com o aumento registrado nas arrecadações relativas ao Imposto de Renda e ao IPI, impostos que compõem a base dos fundos de participação dos estados e dos municípios, e no preço internacional do petróleo, com desdobramentos sobre o volume de *royalties* e da participação especial pela exploração de petróleo e gás natural.

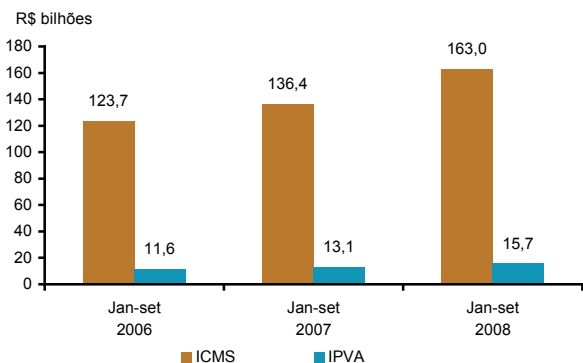
A arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), tributo recolhido pelos estados e compartilhado com os municípios, cresceu 19,5% nos nove primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2007, e a relativa ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA), tributo estadual também compartilhado com os governos municipais, aumentou 20,1%.

O crescimento das receitas regionais, decorrente do aumento dos tributos arrecadados diretamente e dos recursos transferidos pela União, não impediu que a relação entre o superávit primário dos governos subnacionais e o PIB recuasse nos dez primeiros meses de 2008, em relação ao mesmo período de 2007, sugerindo expressivo crescimento

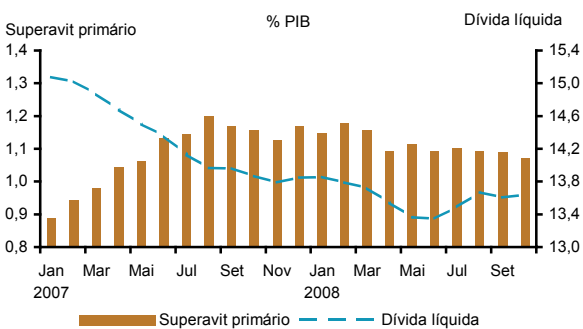
**Gráfico 3.32 – Transferências para estados e municípios**



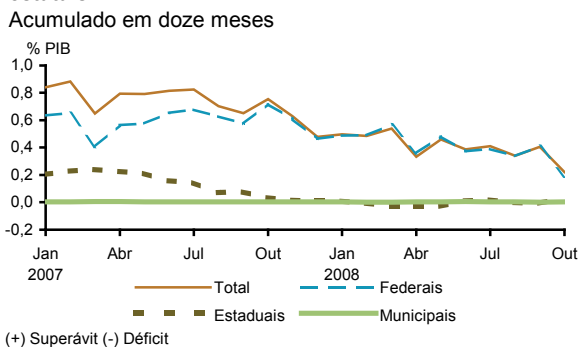
**Gráfico 3.33 – Arrecadação de ICMS e IPVA**



**Gráfico 3.34 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida**



**Gráfico 3.35 – Superávit primário das empresas estatais**



das despesas no ano. Ressalte-se que o nível do superávit dos governos subnacionais acumulado em doze meses mantém-se compatível com a média dos últimos anos, ao mesmo tempo em que sua dívida líquida, expressa como percentual do PIB, permanece em trajetória declinante, evidenciando o impacto favorável dos acordos de refinanciamento de dívidas firmados entre os governos subnacionais e a União no final da década passada, vinculando parcela das receitas regionais ao pagamento de dívidas.

O superávit das empresas estatais, traduzindo, em especial, o resultado da esfera federal, decresceu 0,33 p.p. do PIB nos dez primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período de 2007. Essa redução esteve relacionada, sobretudo, à elevação dos gastos com investimentos, em linha com as diretrizes do PAC.

A apropriação de juros nominais por competência totalizou R\$134,7 bilhões nos dez primeiros meses do ano, 5,68% do PIB, reduzindo-se 0,75 p.p. em relação ao mesmo período de 2007, recuo associado à reversão do resultado das operações de *swap* cambial, que passou de perda financeira de R\$8,9 bilhões para ganho de R\$6,3 bilhões, no período.

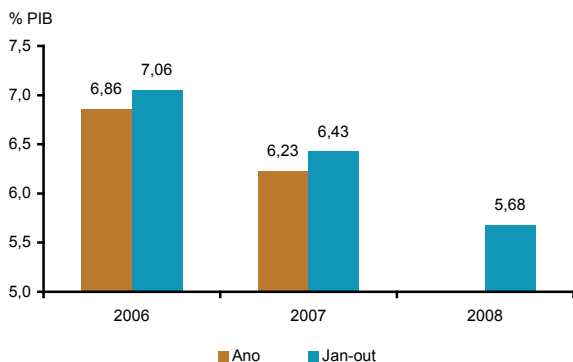
O déficit nominal do setor público, evidenciando o crescimento do superávit primário e a redução na apropriação de juros, passou de R\$28,7 bilhões, 1,36% do PIB, nos dez primeiros meses de 2007, para R\$1,8 bilhão, 0,08% do PIB, no mesmo período de 2008, constituindo-se no melhor resultado da série iniciada em 1991. Esse déficit nominal foi financiado com expansão da dívida mobiliária, compensada, parcialmente, por reduções líquidas da dívida bancária, do financiamento externo e de demais fontes de financiamento interno, que abrangem a base monetária.

## Dívida mobiliária federal

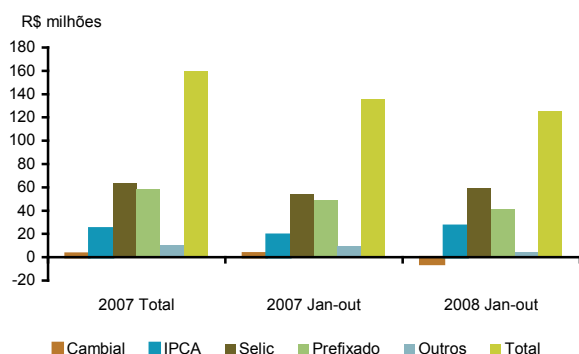
A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, atingiu 41,3% do PIB em outubro, elevando-se 0,1 p.p. em relação a julho e recuando 4,2 p.p. do PIB comparativamente a dezembro de 2007. A evolução trimestral traduziu o impacto contracionista relacionado aos resgates líquidos realizados no mercado primário e os efeitos expansionistas relativos à depreciação cambial de 35% e à incorporação de juros nominais, da ordem de R\$38,4 bilhões, observadas no trimestre.

A participação dos títulos atrelados à taxa de câmbio, índices de preços e prefixados, no total da dívida mobiliária

**Gráfico 3.36 – Juros nominais apropriados**



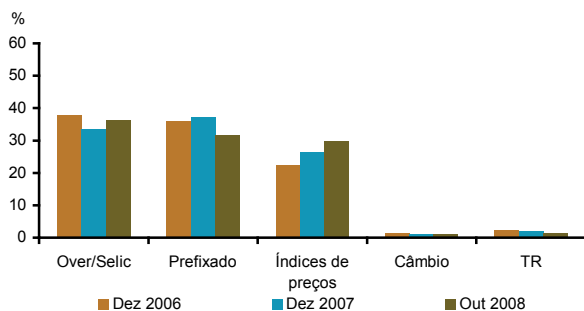
**Gráfico 3.37 – Juros nominais por indexador**



**Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público – Janeiro-outubro**

| Discriminação         | 2007        |       | 2008        |       |
|-----------------------|-------------|-------|-------------|-------|
|                       | R\$ bilhões | % PIB | R\$ bilhões | % PIB |
| Usos                  | 28,7        | 1,4   | 1,8         | 0,1   |
| Primário              | -106,6      | -5,1  | -132,9      | -5,6  |
| Juros                 | 135,2       | 6,4   | 134,7       | 5,7   |
| Fontes                | 28,7        | 1,4   | 1,8         | 0,1   |
| Financiamento interno | 221,4       | 10,5  | 56,9        | 2,4   |
| Dívida mobiliária     | 238,7       | 11,3  | 132,4       | 5,6   |
| Dívida bancária       | -22,0       | -1,0  | -63,7       | -2,7  |
| Outros                | 4,8         | 0,2   | -11,8       | -0,5  |
| Financiamento externo | -192,7      | -9,2  | -55,1       | -2,3  |

**Gráfico 3.38 – Composição da dívida mobiliária federal<sup>1/</sup>**



<sup>1/</sup> Sem swap.

federal, passou de 0,6%, 23,6% e 24,7%, em julho, para 0,8%, 23,9% e 25,3%, em outubro, na mesma ordem. A participação dos títulos vinculados à taxa *over/Selic* e à taxa referencial recuou de 29,5% e 1,6% para 29,2% e 1,2%, respectivamente. A participação dos financiamentos tomados pelo Banco Central por meio das operações de mercado aberto reduziu-se em 0,4 p.p, atingindo 19,5%.

O Plano Anual de Financiamento (PAF) 2008, objetivando minimizar os custos de financiamento da dívida pública federal em longo prazo e assegurar níveis prudentes de risco, havia definido, inicialmente, como meta para o ano, manutenção da participação dos títulos prefixados entre 35% e 40% da composição total da dívida e dos títulos indexados à taxa *over/Selic*, entre 25% e 30%. Posteriormente, em linha com o agravamento da crise financeira internacional, essas faixas de flutuação foram alteradas para 29% a 32% e 31% a 34%, respectivamente. Em outubro, a participação atingiu, na ordem, 25,3% e 29,2%, abaixo, portanto, dos novos parâmetros estabelecidos.

As operações compromissadas realizadas no mercado aberto, que representam financiamentos de curto prazo, atingiram R\$321,7 bilhões em outubro ante R\$323,5 bilhões em julho, evidenciando compras líquidas de R\$11,5 bilhões e incorporação de juros de R\$9,7 bilhões.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, registrava, em outubro, 2,4% dos vencimentos em 2008; 23,8% em 2009; e 73,8% a partir de janeiro de 2010, evidenciando alongamento nos prazos de vencimento da dívida que, no mesmo período de 2007, apresentava vencimento de 2,7%, 27,3% e 70%, respectivamente.

A estrutura da dívida mobiliária, em outubro, indica que 22,9% dos títulos apresentam vencimento em até doze meses, e o prazo médio de vencimento da dívida situou-se em 40,2 meses ante limites de 27% e 42 meses, respectivamente, estabelecidos no PAF 2008.

As operações de *swap* cambial atingiram R\$4,1 bilhões positivos, em outubro, comparativamente a R\$40 bilhões negativos, no mês anterior, evolução consistente com a atuação do Banco Central diante da expressiva demanda corporativa por *hedge* cambial registrada no período.

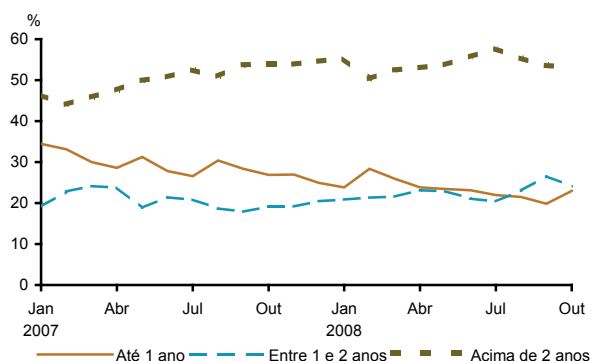
No trimestre, considerando o critério caixa, o resultado das operações de *swap* cambial, definido como a

**Tabela 3.9 – Operações compromissadas – Mercado aberto**

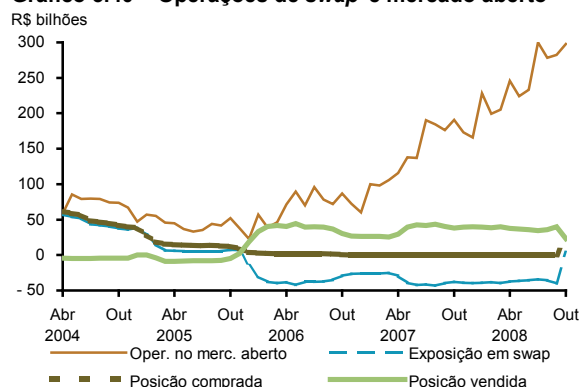
Saldos e participações

| Período  | R\$ milhões |        |                |       |         |
|----------|-------------|--------|----------------|-------|---------|
|          | Até 1 mês   |        | Acima de 1 mês |       | Total   |
|          | Saldo       | %      | Saldo          | %     | Saldo   |
| 2003 Dez | 43 742      | 78,5   | 11 975         | 21,5  | 55 717  |
| 2004 Dez | 7 797       | 16,5   | 39 410         | 83,5  | 47 207  |
| 2005 Dez | -24 430     | -106,9 | 47 286         | 206,9 | 22 856  |
| 2006 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 |
| Set      | 87 261      | 30,9   | 195 107        | 69,1  | 282 368 |
| Out      | 109 571     | 36,8   | 188 156        | 63,2  | 297 727 |

**Gráfico 3.39 – Perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária**



**Gráfico 3.40 – Operações de swap e mercado aberto**



diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$12,2 bilhões. O resultado acumulado desde 2002, quando ocorreu o início dessas operações, foi favorável ao Banco Central em R\$5,5 bilhões.

## Dívida líquida e bruta

A DLSP totalizou R\$1.088,6 bilhões em outubro, 36,6% do PIB, reduzindo-se em 6 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2007. Por segmentos, as dívidas líquidas do Governo Central, dos governos regionais e das empresas estatais registraram redução de 5,3 p.p., 0,2 p.p. e 0,5 p.p. do PIB, respectivamente, no período. O superávit primário previsto para o ano e o desempenho dos juros apropriados, que continuam recuando quando comparados ao PIB, indicam nova redução da relação DLSP/PIB até o final do 2008, representando o quinto resultado anual favorável consecutivo.

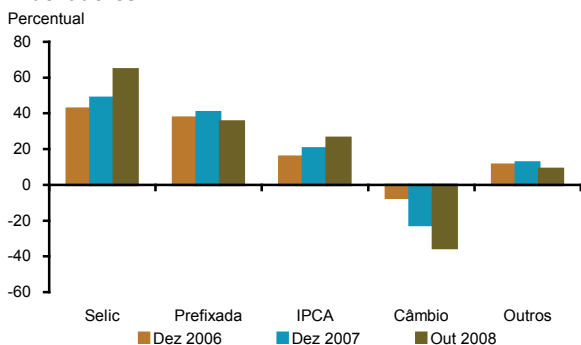
O comportamento da relação DLSP/PIB em 2008 traduziu os efeitos do superávit primário, do crescimento do PIB valorizado e dos ajustes decorrentes da depreciação cambial de 19,4% registrada no período, cujos impactos favoráveis mostraram-se mais intensos do que o proporcionado pela apropriação de juros nominais apropriados. Ressalte-se que a depreciação cambial registrada nos dez primeiros meses do ano respondeu por 2,1 p.p. da redução experimentada pela relação DLSP/PIB, no período.

A composição da DLSP ao longo do ano refletiu, em especial, o crescimento das emissões líquidas de títulos indexados ao IPCA e à taxa Selic, que passaram a representar, na ordem, 26,2% e 64,6% da dívida, ante, 20,4% e 48,7% ao final de 2007. A participação de títulos prefixados recuou de 40,6% para 35,5%, no mesmo período, evidenciando a deterioração da expectativa de inflação.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que abrange o governo federal, o Instituto Nacional de Seguridade Social e os governos regionais, também apresentou redução em 2008, quando expressa em percentual do PIB. O recuo, de 57,2% para 56,7%, observado no ano, refletiu o impacto conjunto dos resgates líquidos realizados no período e do efeito do crescimento do PIB valorizado, que superaram o efeito relacionado à incorporação de juros nominais e ao ajuste decorrente da depreciação cambial. Ao incidir sobre o endividamento bruto, a depreciação cambial contribuiu para elevar o estoque da dívida, resultando em efeito contrário ao observado na DLSP, cuja parcela indexada ao câmbio é credora.



**Gráfico 3.41 – DLSP – Participação percentual por indexadores**



**Tabela 3.10 – Evolução da dívida líquida**

Fatores condicionantes

| Discriminação              | 2006                     |          | 2007           |          | Out 2008       |          |
|----------------------------|--------------------------|----------|----------------|----------|----------------|----------|
|                            | R\$<br>milhões           | %<br>PIB | R\$<br>milhões | %<br>PIB | R\$<br>milhões | %<br>PIB |
| <b>Dívida líquida</b>      |                          |          |                |          |                |          |
| total – Saldo              | 1067 363                 | 44,7     | 1150 357       | 42,7     | 1088 606       | 36,6     |
| <b>Fluxos</b>              | <b>Acumulados no ano</b> |          |                |          |                |          |
| Var. DLSP                  | 64 879                   | -1,8     | 82 994         | -2,0     | -61 752        | -6,0     |
| Fatores                    | 64 879                   | 2,7      | 82 994         | 3,1      | -61 752        | -2,1     |
| NFSP                       | 69 883                   | 2,9      | 57 926         | 2,1      | 1 835          | 0,1      |
| Primário                   | -90 144                  | -3,8     | -101 606       | -3,8     | -132 886       | -4,5     |
| Juros                      | 160 027                  | 6,7      | 159 532        | 5,9      | 134 721        | 4,5      |
| Ajuste cambial             | -4 881                   | -0,2     | 29 268         | 1,1      | -60 959        | -2,1     |
| Div. interna <sup>1/</sup> | -2 222                   | -0,1     | -2 432         | -0,1     | 1 910          | 0,1      |
| Div. externa               | -2 659                   | -0,1     | 31 701         | 1,2      | -62 869        | -2,1     |
| Outros <sup>2/</sup>       | 2 302                    | 0,1      | -2 305         | -0,1     | -4 105         | -0,1     |
| Reconhecimento             |                          |          |                |          |                |          |
| de dívidas                 | - 375                    | 0,0      | - 630          | 0,0      | 1 477          | 0,0      |
| Privatizações              | -2049                    | -0,1     | -1265          | 0,0      | 0              | 0,0      |
| Efeito crescimento         |                          |          |                |          |                |          |
| PIB                        |                          | -4,5     |                | -5,1     |                | -4,0     |

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

## 3.4 Conclusão

A intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais se traduziu em acentuada contração da liquidez em escala global, expressa em restrição ao acesso de bancos e empresas nacionais às linhas de crédito externas, bem como, em ambiente de crescente aversão ao risco, em redução das operações no mercado interbancário doméstico. Nesse cenário, o Banco Central adotou medidas, objetivando prover liquidez em moeda estrangeira, ao tempo em que promoveu alterações nas regras relativas aos recolhimentos compulsórios, estabelecendo, até mesmo, incentivos à negociação de ativos entre instituições financeiras.

Nesse contexto, a trajetória expansionista do crédito, embora ainda se sustente em patamar elevado, passou a apresentar tendência de arrefecimento, com ênfase na desaceleração registrada nas operações com pessoas físicas relativas às modalidades crédito consignado e aquisição de veículos, que vinham registrando expansão mais significativa nos últimos anos. Ressalte-se que o arrefecimento nessas operações reflete, do lado da oferta, mais seletividade nas concessões. Relativamente à demanda, condicionada pela elevação das taxas de juros e pelo encurtamento dos prazos, deve ser incorporado o impacto da redução do otimismo dos consumidores sobre suas decisões a respeito de comprometimento da renda. As operações de crédito no segmento de pessoas jurídicas, revelando aumento na demanda por recursos do sistema bancário, mantiveram crescimento ainda robusto, em linha com a evolução do nível de atividade econômica.

O crescimento no nível de atividade repercutiu favoravelmente sobre a arrecadação do governo federal e dos governos regionais, permitindo que os superávits primários acumulados no ano e em doze meses se mantivessem compatíveis com a meta estabelecida para 2008. Com a perspectiva de menos crescimento no próximo ano, o impacto sobre as receitas públicas não pode ser desprezado, assim como o eventual impacto sobre as despesas sociais que poderá advir da elevação de demandas como o seguro-desemprego.

Nesse sentido, a reestimativa de receitas e despesas para o próximo ano, visando a preservação do superávit primário, indica o enfrentamento da questão, com manutenção da responsabilidade fiscal e dos objetivos de redução da relação DLSP/PIB. Por outro lado, a composição do endividamento líquido do setor público revela-se

**Tabela 3.11 – Evolução da dívida bruta do Governo Geral**

Fatores condicionantes

| Discriminação                   | 2006           |          | 2007           |          | Out 2008       |          |
|---------------------------------|----------------|----------|----------------|----------|----------------|----------|
|                                 | R\$<br>milhões | %<br>PIB | R\$<br>milhões | %<br>PIB | R\$<br>milhões | %<br>PIB |
| <b>Dívida bruta –</b>           |                |          |                |          |                |          |
| Saldo                           | 1336 645       | 56,0     | 1542 852       | 57,2     | 1684 285       | 56,7     |
| <b>Fluxos Acumulados no ano</b> |                |          |                |          |                |          |
| Var. DBGG                       | 125 532        | -0,1     | 206 207        | 1,2      | 141 434        | -0,6     |
| Fatores                         | 125 532        | 5,3      | 206 207        | 7,6      | 141 434        | 4,8      |
| Necessid. fin.                  | 136 733        | 5,7      | 222 097        | 8,2      | 118 186        | 4,0      |
| Emissões líq.                   | -35 042        | -1,5     | 42 958         | 1,6      | -48 152        | -1,6     |
| Juros                           | 171 775        | 7,2      | 179 139        | 6,6      | 166 339        | 5,6      |
| Ajuste cambial                  | -17 905        | -0,8     | -27 462        | -1,0     | 23 502         | 0,8      |
| Dív. interna <sup>1/</sup>      | -1 666         | -0,1     | -2 432         | -0,1     | 1 910          | 0,1      |
| Dív. externa                    | -16 240        | -0,7     | -25 029        | -0,9     | 21 592         | 0,7      |
| Outros <sup>2/</sup>            | 6 130          | 0,3      | 7 123          | 0,3      | -1 469         | 0,0      |
| <b>Reconhecimento</b>           |                |          |                |          |                |          |
| de dívidas                      | 1 158          | 0,0      | 4 448          | 0,2      | 1 214          | 0,0      |
| Privatizações                   | -583           | 0,0      | 0              | 0,0      | 0              | 0,0      |
| <b>Efeito crescimento</b>       |                |          |                |          |                |          |
| PIB                             |                | -5,4     |                | -6,4     |                | -5,3     |

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

confortável comparativamente a situações anteriores de estresse no mercado internacional, tendo em vista o expressivo volume de créditos líquidos atrelados ao câmbio.

A deterioração recente do cenário econômico mundial – que incorpora contornos mais relevantes, se considerado que representa o agravamento de uma crise que, contrastando com os episódios registrados nas últimas décadas, originou-se no mercado financeiro norte-americano, e não de problemas específicos em economias emergentes – caracterizou-se pela consolidação da perspectiva de redução acentuada do crescimento da economia global, justificada pela propagação da crise nos mercados financeiros das demais economias maduras, em uma conjuntura em que o nível da atividade econômica já apresentava fatores recessivos nas economias desenvolvidas e de desaceleração em diversas economias emergentes.

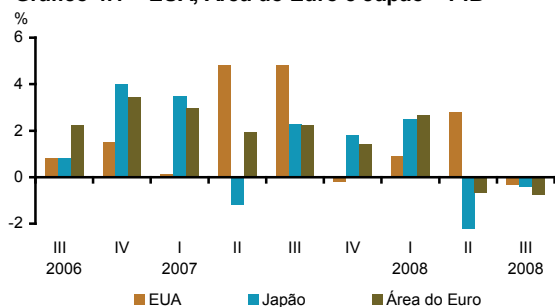
A partir de setembro, os mercados financeiros experimentaram forte pressão, corroborada tanto pela apreciação acentuada e generalizada do dólar norte-americano em relação às moedas das principais economias maduras (com exceção do iene) e emergentes, quanto pelas perdas expressivas registradas nos índices das principais bolsas de valores e pelo aumento acentuado da aversão ao risco, expresso nos patamares elevados dos *spreads* de crédito bancário, corporativo e soberano. Nesse cenário, os mercados acionários e de divisas passaram a operar com acentuada volatilidade.

Evidenciados os indícios de crise sistêmica e reconhecidas as potenciais implicações depressivas que a obstrução persistente dos canais de crédito doméstico e internacional poderia representar para evolução do setor real de sua economia, bancos centrais e governos implementaram ou aumentaram, de forma coordenada, o escopo e a intensidade de ações destinadas a superar a instabilidade em seu sistema financeiro e a mitigar seus efeitos sobre o nível de atividade.

## 4.1 Atividade econômica

A evolução do nível da atividade global traduziu, no terceiro trimestre, a contração simultânea das principais economias desenvolvidas e a desaceleração observada nas emergentes, em especial na chinesa, processos potencializados pelo recrudescimento da crise financeira nos principais centros financeiros internacionais que se seguiu à concordata do banco *Lehman Brothers*.

**Gráfico 4.1 – EUA, Área do Euro e Japão – PIB<sup>1/</sup>**



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

1/ Variações trimestrais anualizadas e dessazonalizadas.

**Tabela 4.1 – Maiores economias desenvolvidas**  
**Componentes do PIB e outros indicadores**

|   | taxa % anualizada |       |       |       |       |       |       |
|---|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|   | 2007              |       |       |       | 2008  |       |       |
|   | I                 | II    | III   | IV    | I     | II    | III   |
| <b>Consumo das famílias</b>             |                   |       |       |       |       |       |       |
| Estados Unidos                          | 3,8               | 2,0   | 2,0   | 1,0   | 0,9   | 1,2   | -3,1  |
| Área do Euro                            | -0,0              | 2,7   | 1,7   | 0,7   | -0,2  | -0,8  | n.d.  |
| Japão                                   | 2,0               | 2,0   | 0,8   | 0,8   | 2,4   | -2,4  | 1,0   |
| <b>Investimento empresarial privado</b> |                   |       |       |       |       |       |       |
| Estados Unidos                          | 3,4               | 10,3  | 8,7   | 3,4   | 2,4   | 2,5   | -1,0  |
| Área do Euro <sup>1/</sup>              | 3,6               | 0,9   | 3,8   | 4,5   | 5,9   | -3,9  | n.d.  |
| Japão                                   | -                 | -10,0 | 7,4   | 2,0   | -1,2  | -5,5  | -6,7  |
| <b>Investimento residencial</b>         |                   |       |       |       |       |       |       |
| Estados Unidos                          | -16,2             | -11,5 | -20,6 | -27,0 | -25,1 | -13,3 | -19,1 |
| Área do Euro <sup>2/</sup>              | 1,8               | -1,8  | 0,1   | -1,5  | 3,8   | -10,5 | -2,9  |
| Japão                                   | -6,6              | -18,3 | -32,6 | -45,3 | 22,0  | -13,0 | 17,0  |
| <b>Produção industrial</b>              |                   |       |       |       |       |       |       |
| Estados Unidos                          | 2,9               | 3,0   | 2,0   | 1,4   | 0,4   | -1,9  | -8,0  |
| Área do Euro                            | 3,1               | 2,3   | 6,6   | -     | 0,7   | -2,6  | -3,5  |
| Japão                                   | -1,7              | 2,4   | 6,8   | 3,6   | -2,8  | -3,4  | -5,2  |
| <b>Taxa de desemprego<sup>3/</sup></b>  |                   |       |       |       |       |       |       |
| Estados Unidos                          | 4,4               | 4,6   | 4,7   | 5,0   | 5,1   | 5,5   | 6,1   |
| Área do Euro                            | 7,6               | 7,4   | 7,3   | 7,2   | 7,2   | 7,4   | 7,5   |
| Japão                                   | 4,0               | 3,7   | 4,0   | 3,8   | 3,8   | 4,1   | 4,0   |

Fonte: BEA, Cabinet Office, Eurostat

1/ Inclui investimentos com construções residenciais e investimentos públicos.

2/ Gastos totais com construções.

3/ Taxa ao final do período.

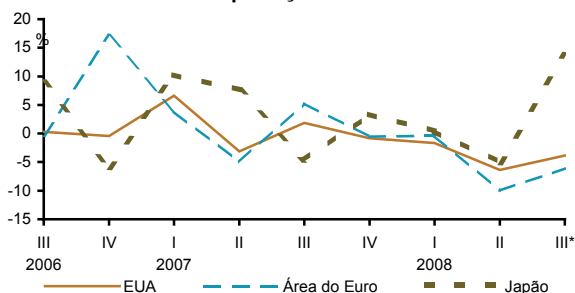
O PIB dos Estados Unidos da América (EUA) apresentou retração anualizada de 0,3% no terceiro trimestre, constituindo o primeiro recuo observado no ano. Ressalte-se a contribuição negativa de 2,2 p.p. exercida pelo consumo das famílias, resultado associado à exaustão dos efeitos dos incentivos fiscais que favoreceram esses gastos em períodos anteriores e à degradação progressiva das condições no mercado de trabalho.

Os produtos da Área do Euro e do Japão apresentaram retrações anualizadas de 0,8% e 0,4%, respectivamente, no terceiro trimestre, o que representou, nas duas economias, o segundo resultado negativo em seqüência, nesse tipo de comparação. Ressalte-se que, no Japão, em oposição ao observado nos EUA, os gastos com consumo apresentaram crescimento anualizado de 1% ante retração de 2,4% no segundo trimestre, e na Área do Euro, onde os dados preliminares disponíveis não detalham os componentes da demanda, a recuperação registrada nas vendas varejistas sugere desempenho favorável do consumo no terceiro trimestre de 2008. O PIB do Reino Unido, após manter-se estável no segundo trimestre, recuou 2% no terceiro trimestre, primeira contração em termos anualizados registrada desde o segundo trimestre de 1992.

O comportamento recessivo das principais economias desenvolvidas apresentou elementos comuns no terceiro trimestre. Os investimentos empresariais acentuaram a trajetória de redução apresentada nos dois trimestres anteriores no Japão e contraíram nos EUA pela primeira vez desde o último trimestre de 2006. Na Área do Euro, redução anualizada de 3,9% e de 12,2% em indicadores de produção de bens de capital e de construções antecipam que a região possa ter registrado o segundo trimestre consecutivo de contração na formação bruta de capital fixo.

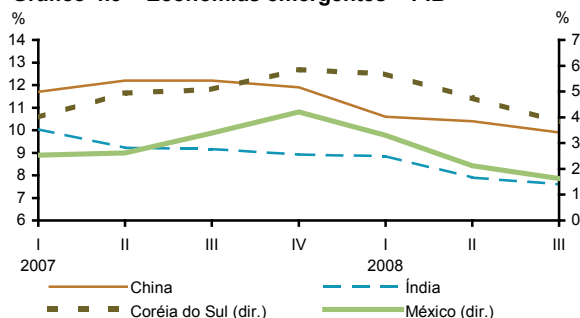
A retração da produção industrial acentuou-se em relação ao segundo trimestre nos EUA, na Área do Euro e no Japão. Os indicadores do mercado de trabalho apresentaram deterioração, especialmente nos EUA, onde a

**Gráfico 4.2 – G-3 – Importações reais de bens<sup>1/</sup>**



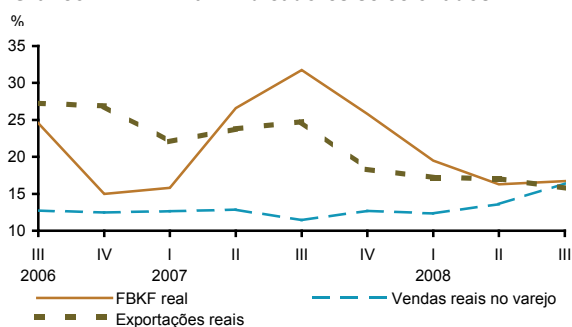
\* Área do Euro – Julho  
 Fonte: Thomson  
 1/ T/T-1 anualizado

**Gráfico 4.3 – Economias emergentes – PIB<sup>1/</sup>**



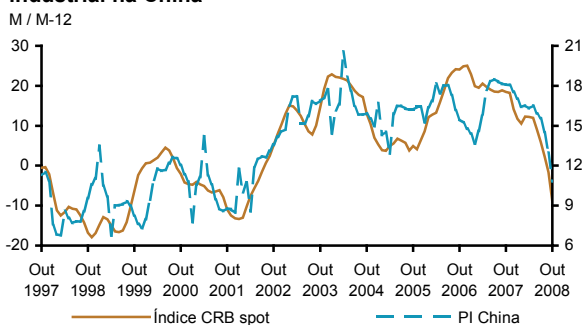
Fonte: Thomson  
 1/ T/T-4.

**Gráfico 4.4 – China – Indicadores selecionados<sup>1/</sup>**



Fonte: Thomson  
 1/ T/T-4

**Gráfico 4.5 – Preços de commodities x Produção industrial na China**



Fonte: Bloomberg

taxa de desemprego aumentou 0,6 p.p. no trimestre encerrado em setembro, seguindo-se elevação adicional mensal de 0,4 p.p. em outubro.

A redução do nível de atividade nas economias desenvolvidas reforçou a tendência de desaceleração do crescimento do comércio internacional, com desdobramentos sobre as economias emergentes, em especial aquelas com maior grau de abertura externa. Nesse sentido, a desaceleração da economia da China, observada desde o terceiro trimestre de 2007, em linha com a desaceleração das exportações para os EUA e com a implementação de políticas econômicas restritivas, acentuou-se no terceiro trimestre de 2008, evidenciando retração do comércio bilateral com a União Européia.

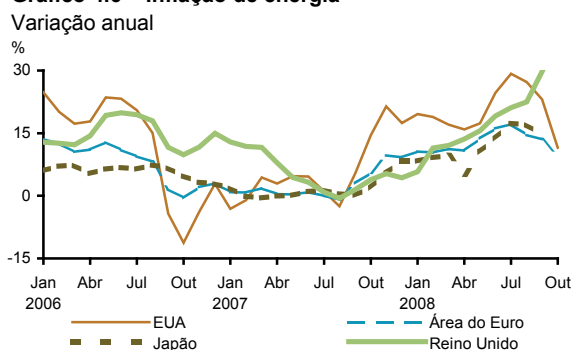
Nesse ambiente, o PIB da China registrou crescimento de 9% no terceiro trimestre, em relação a igual período do ano anterior, expansão 1,1 p.p. inferior à assinalada, na mesma base de comparação, no trimestre encerrado em junho. Essa retração esteve associada a expressiva desaceleração, de 15,9% para 13,1%, no crescimento da produção industrial chinesa, contrabalançada, em parte, pelo aumento de 2,8 p.p., para 16,4%, da taxa de crescimento nas vendas reais no varejo. A expansão da formação bruta de capital fixo manteve-se relativamente estável no período.

Além de contribuir para desaceleração de outras economias emergentes, a exemplo de México, Coréia do Sul e Índia, a sincronia entre os processos recessivo nos países desenvolvidos e de desaceleração da produção industrial da China proporcionou ocorrência do primeiro choque negativo, desde 2002, nos termos de troca dos países exportadores líquidos de *commodities*.

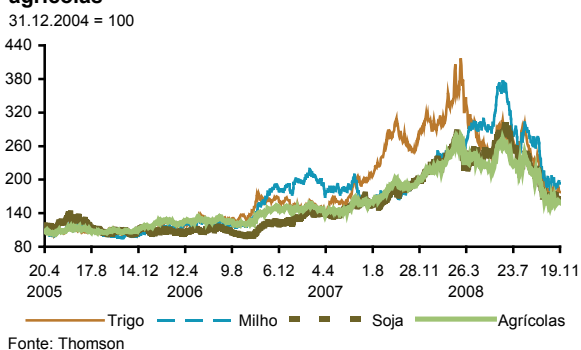
Em reconhecimento aos riscos adicionais à sustentação da atividade econômica ou em resposta às evidências de sua materialização, desde o final de setembro, banco central e governo de diversos países desenvolvidos e emergentes promoveram redução nas taxas de juros básicas e implementaram programas fiscais de estímulo ao crédito e ao consumo, bem como de elevação das despesas públicas com investimentos, em especial na China, onde o governo reconheceu a importância do processo de desaceleração de sua economia.

## 4.2 Política monetária e inflação

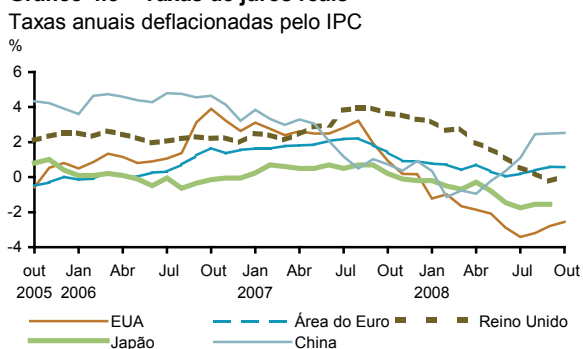
**Gráfico 4.6 – Inflação de energia**



**Gráfico 4.7 – Índice de preços de commodities agrícolas**



**Gráfico 4.8 – Taxas de juros reais**



No segundo semestre, o recuo na demanda global por *commodities* e o aumento das safras agrícolas provocaram inflexão nas taxas de inflação, em particular nas economias maduras e nas emergentes asiáticas. Nesse cenário, a que se associaram elevada volatilidade e reduzida liquidez nos mercados financeiros, os bancos centrais das economias do G3, Reino Unido, Suécia, Suíça, Austrália, China, Índia e República Tcheca, entre outras, ao tempo em que intensificaram o caráter acomodatório de suas políticas monetárias, injetaram acentuado volume de recursos nos sistemas financeiros, com o objetivo de estimular os canais de crédito, restaurar a confiança nos sistemas bancários e limitar os efeitos da crise financeira sobre a economia real.

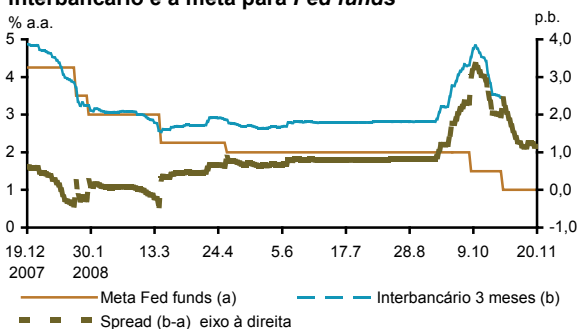
As autoridades econômicas do México, Chile, Peru, Colômbia e Brasil, países em que as pressões inflacionárias têm-se mostrado menos sensíveis aos recuos nos preços da energia e dos alimentos, mantiveram postura mais restritiva, expressa em elevação das taxas básicas de juros no trimestre encerado em setembro. No mesmo sentido, reagindo a ataques a sua moeda e a potenciais repercussões inflacionárias advindas do canal do comércio exterior, o Banco Central da Rússia, mesmo considerando o reduzido vigor de sua economia, optou, em novembro, pelo aumento da taxa básica de juros.

Nos EUA, a redução dos preços dos alimentos e da energia mostrou-se determinante para que a inflação ao consumidor, acumulada em doze meses, recuasse de 5,6%, em julho – maior taxa em dezessete anos para 3,7%, em outubro. A trajetória semelhante observada nos preços recebidos pelos produtores, a persistente apreciação do dólar e a redução do ritmo da atividade econômica prevista para os próximos trimestres fortalecem a perspectiva de continuidade da tendência declinante dos preços em 2009, não podendo, mesmo, ser descartado um período de deflação naquela economia. Nesse cenário, o *Federal Reserve* (Fed) reduziu, ao final de outubro, a meta dos *Fed funds* para 1% a.a.

A atuação do Fed com vistas a enfrentar as turbulências registradas nos mercados financeiros incorporou a ampliação dos programas de assistência à liquidez, expressa tanto pelo aumento do rol de colaterais aceitos no âmbito do *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) e do *Term Securities Lending Facility* (TSLF), quanto do valor total de recursos disponíveis no âmbito do TSLF. a de obrigações de curto prazo emitidas pelas agências *Freddie Mac* e *Fannie Mae* dos *primary dealers*

e proporcionou facilidades para compra de ativos de alta qualidade lastreados em *commercial papers* (ABCP) dos fundos mútuos de mercados monetários. Em outubro, instituiu programa de refinanciamento de hipotecas e anunciou a abertura de linha de crédito para a compra de *commercial papers*, a *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), o que efetivamente reduziu a disfunção naquele mercado. No mesmo sentido, anunciou a implementação do Programa de Financiamento para Investidor do Mercado Monetário (*Money Market Investor Funding Facility* – MMIFF), instrumento com que passou a dar garantias para compras de certificados de depósitos e *commercial papers* emitidos por instituições com elevada classificação de risco.

**Gráfico 4.9 – EUA: *spread* entre os juros no interbancário e a meta para *Fed funds***

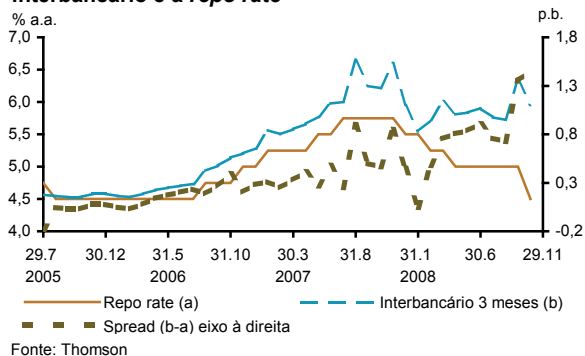


Em outra linha de ação, visando ampliar a oferta de dólares, o Fed aumentou o volume de recursos disponíveis por meio dos leilões *Term Auction Facility* (TAF). Somando US\$900 bilhões a partir de novembro, os leilões TAF têm favorecido o recuo do *spread* interbancário, embora o crédito final não apresente sinais de expansão. Da mesma forma, e em coordenação com outros bancos centrais, o Fed ampliou a oferta de dólares *offshore*, lançando novas linhas de *swap* de moeda, aumentando os valores disponíveis nas linhas já existentes. Desde outubro, o banco central da Europa (BCE), o da Inglaterra (BoE), o da Suíça (BNS) e o do Japão (BoJ) dispõem de oferta ilimitada de dólares. O banco central da Suécia, da Noruega, da Dinamarca, do Canadá e da Austrália, e, recentemente, o banco central da Nova Zelândia, do Brasil, do México, da Coreia do Sul e da Cingapura integram a rede de bancos centrais que dispõem de linhas de *swap* até 30 de abril de 2009.

Com a aprovação da Lei Emergencial de Estabilização Econômica e do Programa para Alívio de Ativos Problemáticos (*Trouble Asset Relief Program* – TARP), da ordem de US\$700 bilhões, o Tesouro passou a efetuar compra dos chamados ativos podres e a recapitalizar bancos. Sob o amparo do TARP, foram disponibilizados US\$125 bilhões para aquisição de participação no *Goldman Sachs Group*, no *Morgan Stanley*, no *J.P.Morgan Chase* e no *Bank of America*, entre outros. O mesmo instrumento legal autorizou o Fed a remunerar os depósitos compulsórios e as reservas voluntárias mantidas na instituição que, desde novembro, recebem a média dos *Fed funds* durante o período de aplicação e a menor taxa dos *Fed Funds* durante o referido período, respectivamente.

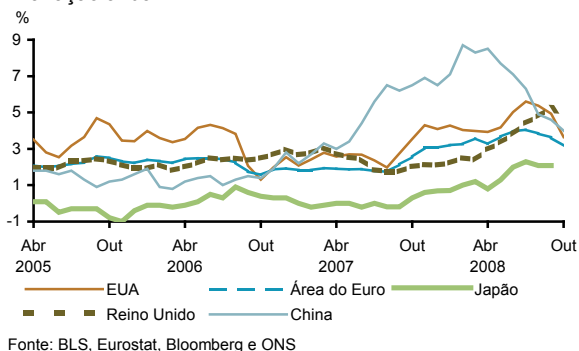
No Reino Unido, em cenário de agravamento da crise financeira e elevação dos *spreads* interbancários, a Autoridade de Serviços Financeiros, objetivando aumentar

**Gráfico 4.10 – RU: Spread entre os juros no interbancário e a repo rate**



a credibilidade do sistema bancário, elevou de £35.000 para £50.000 o valor da garantia dos depósitos, ao tempo em que o Tesouro anunciou a adoção de programa de recapitalização do sistema, que prevê £50 bilhões para compra de ações preferenciais das instituições que aderirem a ele. O programa prevê utilização de £250 bilhões para garantir bônus de médio prazo emitidos por bancos para refinarar dívidas e de £200 bilhões para ampliar o Esquema Especial de Liquidez (*Special Liquidity Scheme – SLS*), que viabiliza a troca de papéis lastreados em hipotecas por papéis do Tesouro. Visando à redução da taxa efetiva de *overnight* e à ampliação da liquidez nos mercados, o BoE injetou expressivo volume de recursos no sistema financeiro, aumentou o rol de colaterais aceitos nas operações de *repo* e, recentemente, anunciou a criação de nova linha de *overnight* e nova janela de redesconto em substituição ao SLS, cujo prazo de adesão expira em janeiro de 2009. Essas ações têm favorecido o recente recuo do *spread* interbancário. Por fim, visando ampliar a oferta de dólares, o Fed e o BoE tornaram ilimitada, até o final de abril de 2009, a respectiva linha de *swap* de moedas.

**Gráfico 4.11 – Inflação ao consumidor**  
Variação anual

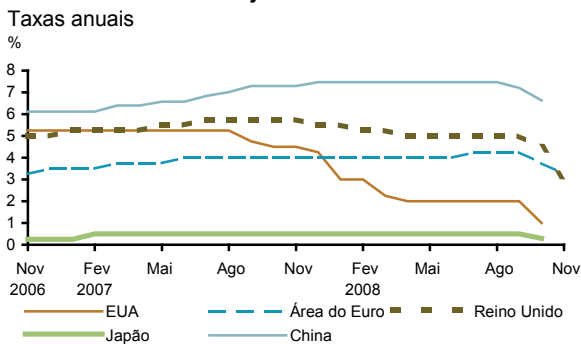


Mesmo com a inflação ao consumidor acumulada em doze meses correspondente a 4,5%, em outubro, o BoE, considerando o forte recuo da expectativa de inflação e de suas próprias projeções de inflação para o médio prazo, reduziu a taxa básica de juros para 3% a.a., em novembro, menor patamar dos últimos cinquenta anos.

Na Área do Euro, a variação do índice de preços ao consumidor acumulada em doze meses atingiu 3,2% em outubro, ante o recorde de 4% assinalado em julho, recuo favorecido, em especial, pela redução de 7,5 p.p. e 3 p.p. registrada nos preços da energia e dos alimentos, respectivamente. Nesse cenário de expectativa de inflação decrescente, menos dinamismo da atividade econômica e condições de crédito mais restritas, o BCE promoveu, no bimestre encerrado em novembro, corte de 100 pontos base (p.b.) na taxa de juros básicos, fixando-a em 3,25% a.a. Visando reduzir o empoçamento da liquidez e fortalecer o sistema financeiro local, o BCE injetou expressivo volume de recursos no sistema bancário, ampliou o rol de colaterais aceitos nas operações de refinanciamento e estabeleceu regras para harmonizar os pacotes de estímulo fiscal a serem adotados pelos países membros. Os países da União Européia ampliaram a garantia para depósitos de pessoas físicas, e o BCE estendeu a facilidade de acesso às operações de ajuste fino de liquidez no *overnight* a bancos pequenos. Em coordenação com o Fed, o BCE tornou ilimitada a oferta de dólares no mercado europeu.



**Gráfico 4.12 – Taxas de juros oficiais**



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

No Japão, a inflação ao consumidor acumulada em doze meses atingiu 2,1% em setembro, ante 2,3% em julho – maior taxa desde meados da década de 90, movimento observado, igualmente, nas medidas do núcleo da inflação, que começam a capturar a retração dos preços das *commodities*. O recuo da inflação tem sido acompanhado, entretanto, por acentuada retração da absorção interna e das exportações, estimulando que o BoJ, mesmo em cenário de taxas de juros reais negativas, a reduzir a meta para a *overnight call rate* para 0,3% em outubro, constituindo-se no primeiro corte dos últimos seis anos.

Objetivando reduzir a taxa *overnight* efetiva, o BoJ atuou diversas vezes, injetando recursos no sistema, e introduziu, em coordenação com o Fed, uma linha de *swap* de moedas, inicialmente no valor de US\$60 bilhões. Essa linha tornou-se ilimitada, até o final de abril de 2009, em outubro, quando foi anunciado um plano para reforçar os mercados acionário e monetário, que abrangeu a facilitação das condições de recompra de ações e a permissão para que o BoJ realizasse injeções de recursos em bancos regionais. Duas semanas mais tarde, foi introduzido novo pacote fiscal, estimado em ¥27 trilhões, que incorporou redução do imposto de renda, isenção de impostos sobre ganho de capital e dividendos, auxílio a pequenas empresas e aumento dos recursos para recapitalização de bancos.

Na China, a desaceleração da atividade econômica tem sido acompanhada por sistemática redução na inflação ao consumidor que, evidenciando o comportamento dos preços dos alimentos, acumulou variação de 4% nos doze meses encerrados em outubro. Nesse cenário, o governo passou a privilegiar ações destinadas ao estímulo ao crescimento, expressas em um plano de estímulo fiscal da ordem de US\$586 bilhões, e, visando aumentar a liquidez do sistema financeiro local, o Banco do Povo da China (BPC) reduziu as taxas de juros básicos, fixadas em 6,63% a.a. desde outubro, e a taxa de recolhimento compulsório.

### 4.3 Mercados financeiros internacionais

Desde julho de 2007, bancos, companhias de valores mobiliários, seguradoras e as chamadas empresas patrocinadas pelo governo (*Government-Sponsored Enterprise – GSE*) anunciaram perdasebaixascontábeis da ordem de US\$955 bilhões<sup>1</sup>.

1/ De acordo com dados levantados pela Bloomberg em 13 de novembro de 2008.

**Tabela 4.2 – Baixas contábeis x capital levantado**

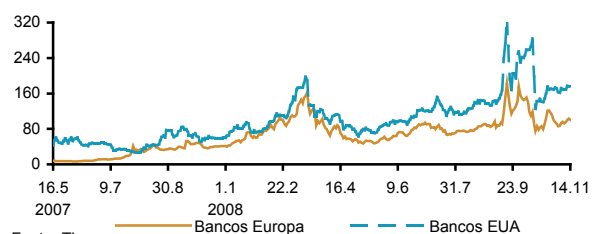
|                    | US\$ bilhões     |                   |                                |                   |
|--------------------|------------------|-------------------|--------------------------------|-------------------|
|                    | Total desde 2007 |                   | 2º semestre 2008 <sup>1/</sup> |                   |
|                    | Baixas contábeis | Capital levantado | Baixas contábeis               | Capital levantado |
| Mundo              | 955,3            | 824,5             | 288,5                          | 469,0             |
| Bancos             | 708,6            | 711,9             | 232,5                          | 417,3             |
| Seguradoras        | 150,0            | 90,0              | 35,4                           | 51,8              |
| GSEs <sup>2/</sup> | 96,6             | 22,6              | 20,5                           | -                 |
| Américas           | 648,9            | 482,9             | 238,6                          | 266,9             |
| Bancos             | 428,4            | 376,9             | 186,8                          | 216,1             |
| Seguradoras        | 123,9            | 83,5              | 31,2                           | 50,8              |
| GSEs <sup>2/</sup> | 96,6             | 22,6              | 20,5                           | -                 |
| Europa             | 277,3            | 300,6             | 48,1                           | 178,2             |
| Bancos             | 252,7            | 294,0             | 43,9                           | 177,3             |
| Seguradoras        | 24,7             | 6,5               | 4,2                            | 0,9               |
| Ásia               | 29,0             | 41,0              | 1,8                            | 23,9              |
| Bancos             | 27,5             | 41,0              | 1,8                            | 23,9              |
| Seguradoras        | 1,5              | -                 | -                              | -                 |

Fonte: Bloomberg

1/ Atualizado em 13 de novembro de 2008.

2/ Empresas patrocinadas pelo governo – Fannie Mae e Freddie Mac.

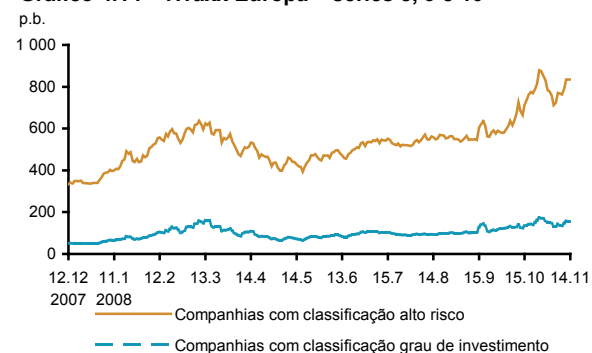
**Gráfico 4.13 – Prêmios CDS 5 anos – Principais bancos<sup>1/</sup>**  
p.b.



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 4.14 – iTraxx Europa – séries 8, 9 e 10**



Fonte: Thomson

Essas mesmas empresas do setor financeiro levantaram, ao longo do mesmo período, US\$824 bilhões em capital novo, dos quais US\$374 bilhões foram obtidos de 1º de outubro a 13 de novembro de 2008, com a intensificação das ações expansionistas de governos e bancos centrais das principais economias. Apesar das perdas e das baixas contábeis informadas não se restringirem a bancos, esse segmento, que abrange companhias de valores mobiliários, concentra 74% das perdas e 86% dos novos recursos captados.

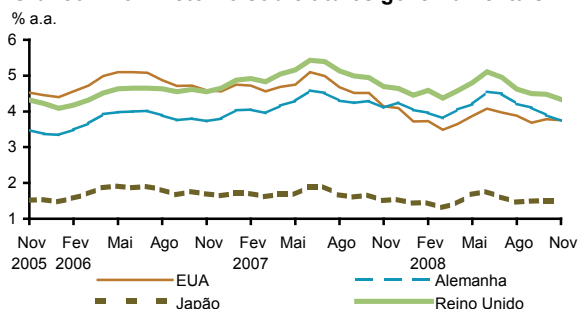
A persistente redução dos preços dos imóveis, as perdas associadas ao mercado acionário e a deterioração do mercado de trabalho nos EUA e na Europa justificam a degradação da qualidade do crédito, que já não se restringe ao mercado *subprime*. Desde o último "Relatório de Inflação", os prêmios médios 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 mantiveram a tendência de alta iniciada em meados de 2007, passando, na ordem, de 136 p.b. e 87 p.b., ao final de agosto, para 176 p.b. e 101 p.b., em 14 de novembro, após atingirem 328 p.b. e 183 p.b., em 17 de setembro, na sequência do pedido de concordata do banco *Lehman Brothers* e do socorro do Fed à seguradora *American International Group* (AIG). Ressalte-se que somente a partir de 13 de outubro, após o anúncio de vários programas de assistência ao sistema financeiro, os prêmios dos CDSs dos bancos retornaram ao patamar anterior a 17 de setembro, mas sustentando trajetória de alta.

O crédito ao segmento corporativo segue restrito, traduzindo não apenas a perspectiva de redução nos lucros associadas ao ambiente recessivo que se propaga nas economias dos EUA, da Área do Euro e do Japão e de desaceleração nas economias emergentes quanto a maior seletividade dos bancos para novas concessões, em resposta aos inúmeros prejuízos já contabilizados e ainda a ser considerados em seus balanços. Na Europa, o *iTraxx Crossover*, que representa o prêmio exigido para garantir empréstimos para companhias classificadas como de alto risco, passou de 550 p.b., em 31 de agosto, para 835 p.b., em 14 de novembro, e o *iTraxx IG*, que representa o prêmio exigido para companhias classificadas como grau de investimento, aumentou de 100 p.b. para 155 p.b.

As evidências de que as economias dos principais países estão, de fato, contraindo-se, e de que a duração desse ciclo poderá ser maior do que a prevista, traduziram-se na postura mais agressiva dos principais bancos centrais em relação à adoção de medidas para regularização do canal

de crédito. A implementação de expressiva redução nas taxas básicas de juros, a intensidade dos aportes de recursos ao setor financeiro e o movimento de fuga para qualidade exerceram impacto acentuado sobre os rendimentos dos papéis de longo prazo dos EUA e, em especial, da Alemanha e do Reino Unido, que recuaram, na ordem, de 4,18% e 4,48%, ao final de agosto, para 3,67% e 4,07%, em 14 de novembro. Nos EUA, a preferência por liquidez e a expectativa de crescimento da oferta de títulos de longo prazo do Tesouro, decorrente da Lei Emergencial de Estabilização Econômica, contribuíram para que a redução nos rendimentos anuais dos papéis de longo prazo fosse menos acentuada, passando de 3,81% para 3,73%, no período. Os rendimentos anuais dos papéis de dez anos do Japão, cujo sistema bancário foi afetado com menos intensidade, em relação aos dos demais países do G3, aumentaram de 1,42% para 1,5%, no período.

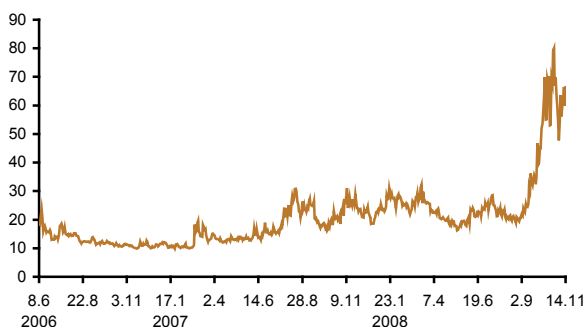
**Gráfico 4.15 – Retorno sobre títulos governamentais<sup>1/</sup>**



Fonte: Bloomberg

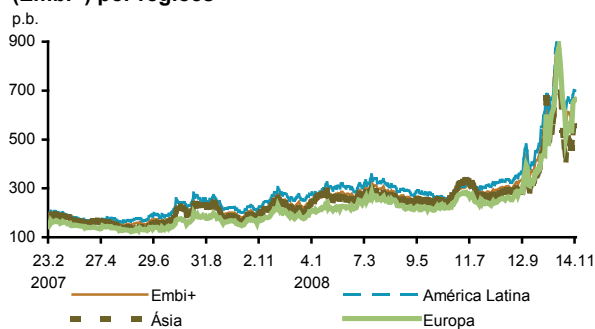
1/ Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de dez anos, até 14 de novembro de 2008.

**Gráfico 4.16 – VIX**



Fonte: Thomson

**Gráfico 4.17 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+) por regiões**



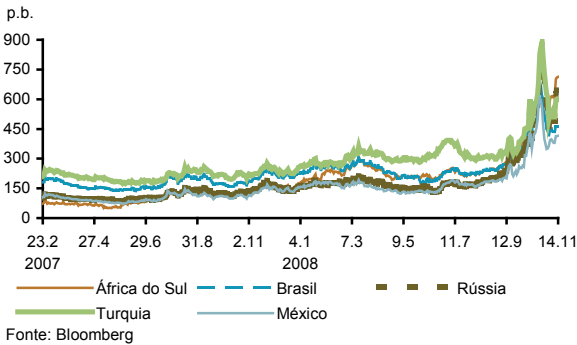
Fonte: Thomson

O índice *Chicago Board Options Exchange* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do *Standard and Poor's* (S&P 500), refletiu o aumento recente da aversão ao risco dos investidores. O indicador registrou média de 48,2 pontos de final de agosto a 14 de novembro, superando o recorde anterior de 45,7 pontos assinalado em outubro de 1998, na seqüência da crise originada pelo *default* da Rússia e pelo colapso do fundo *Long-Term Capital Management* (LTCM). O índice aumentou de 20,7 pontos, ao final de agosto, para 66,3 pontos, em 14 de novembro, após atingir 80 pontos, o maior valor de fechamento de toda a série, em 27 de outubro.

Embora os fundamentos de parte relevante das economias emergentes apresentem melhoras significativas desde as tensões originadas nesses mercados de 1997 a 1999, a atual crise financeira impactou, embora em proporções bastante inferiores às observadas naquele período, o *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+), que aumentou de 300 p.b., ao final de agosto, para 670 p.b., em 14 de novembro, após alcançar 865 p.b. em 24 de outubro, maior valor desde o final de 2002. A evolução do Embi+ traduziu, em especial, o aumento de 409 p.b. registrado no indicador associado à Europa, movimento influenciado por mais vulnerabilidade daquelas economias à deterioração das condições econômicas globais, expressa em elevados deficits em conta corrente e mais representatividade da dívida externa de curto prazo. Os Embi+ associados à Ásia e à América Latina apresentaram aumentos de 273 p.b. e 374 p.b., respectivamente, no período.

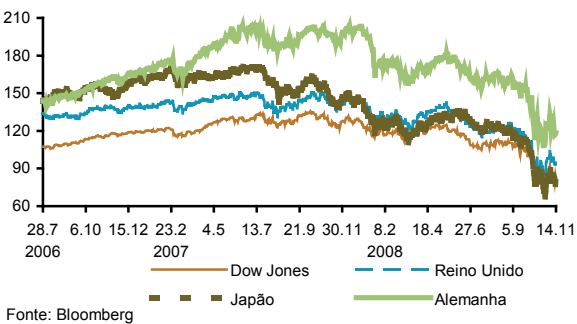
Na América Latina, os indicadores associados à Argentina e à Venezuela registraram altas expressivas de

**Gráfico 4.18 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+) – Países**



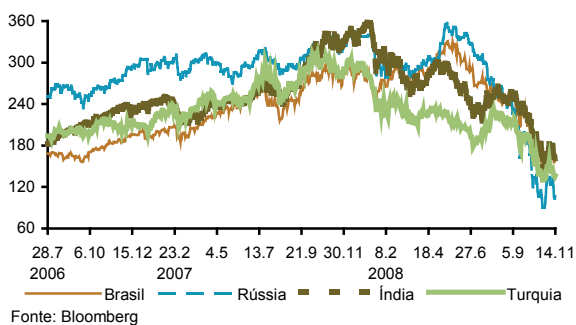
1.294 p.b. e 887 p.b., respectivamente, e os referentes ao México, ao Brasil e ao Chile cresceram, na ordem, 230 p.b., 220 p.b. e 199 p.b. O Embi+ da Rússia, evidenciando o elevado endividamento externo de curto prazo do país, a dependência externa do sistema bancário e a crescente perspectiva de ocorrência de deficits fiscal e em conta corrente em 2009, aumentou 451 p.b. do final de agosto a 14 de novembro. No mesmo período, os indicadores relativos à Turquia e à África do Sul, traduzindo cenários de elevados deficits em conta corrente, desaceleração do crescimento econômico e inflação acima da meta, apresentaram aumento de 303 p.b. e 471 p.b., respectivamente. Em 14 de novembro, os Embi+ associados ao Brasil, à Rússia, à Turquia e à África do Sul situavam-se, na ordem, em 460 p.b., 647 p.b., 660 p.b. e 713 p.b.

**Gráfico 4.19 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão**  
31.12.2003 = 100



Os mercados acionários das economias maduras experimentaram perdas acentuadas desde o final de agosto. Os índices *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido, e *Dow Jones*, dos EUA, atingiram, em 27 de outubro, os menores valores dos últimos cinco anos. O *Deutscher Aktienindex* (DAX) da Alemanha recuou para o nível de três anos atrás, e o *Nikkei*, do Japão, retrocedeu para o patamar de 1982. No ano, até 14 de novembro, esses indicadores acumularam perdas de 34%, 36%, 42% e 45%, respectivamente, concentradas entre o final de agosto e 14 de novembro, período em que registraram, na ordem, recuo de 25%, 26%, 27% e 35%.

**Gráfico 4.20 – Bolsas de valores: Mercados emergentes**  
31.12.2003 = 100

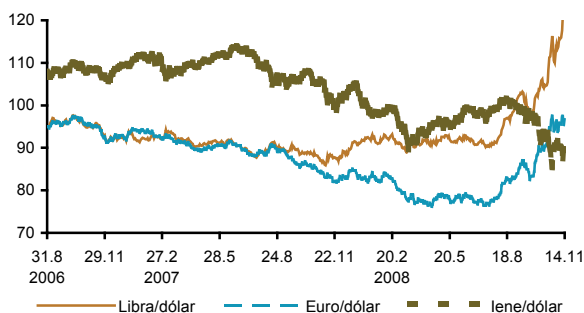


As perdas assinaladas pelas bolsas de valores das economias emergentes mostraram-se ainda mais acentuadas, evidenciando tanto mais sensibilidade às variações nos preços das *commodities* quanto os movimentos relacionados ao aumento da aversão ao risco e a necessidade de repatriação de recursos por parte dos investidores estrangeiros. Entre o final de agosto e 14 de novembro, os índices Ibovespa, do Brasil, *Bombay Stock Exchange Sensitive Index* (Sensex), da Índia, e *Istanbul Stock Exchange National 100 Index* (XU100), da Turquia, retrocederam, igualmente, 36%, e o *Russian Trading System Index* (RTSI), da Rússia, recuou 57%. No ano, o Ibovespa acumulou perda de 44%; o Sensex e o XU100 recuaram, igualmente, 54%; e o RTSI retraiu 69%.

O agravamento da crise nos mercados financeiros internacionais vem sustentando o fortalecimento do dólar em relação às demais moedas, com exceção do iene japonês. As cotações da libra esterlina seguem influenciadas pela perspectiva de relaxamento da política monetária do BoE e por menos demanda por papéis governamentais do Reino Unido. A evolução do euro, que esteve condicionada,

**Gráfico 4.21 – Cotações do dólar**

1.6.2005 = 100

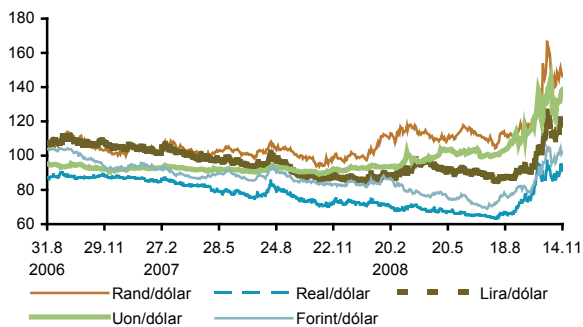


Fonte: Bloomberg

em especial até outubro, por preocupações inerentes à solvência de instituições financeiras e pela aparente falta de coordenação regional, posteriormente solucionada, em relação às políticas adotadas pelos países membros, reflete, ainda, a perspectiva de cortes adicionais na taxa básica de juros pelo BCE. O impacto da volatilidade registrada nas bolsas de valores e no mercado cambial eleva a aversão ao risco por parte dos investidores, favorecendo o processo de desmonte de operações de carregamento e, em consequência, a apreciação do iene em relação ao dólar. Entre o final de agosto e 14 de novembro, o dólar apresentou apreciações em relação ao euro, 16,4%, e à libra esterlina, 23,5%, e depreciação de 10,7% em relação ao iene. No ano, até 14 de novembro, o dólar apreciou 35% em relação à libra e 16% ante o euro e acumulou depreciação de 13% em relação ao iene.

**Gráfico 4.22 – Moedas de países emergentes**

1.6.2005 = 100



Fonte: Bloomberg

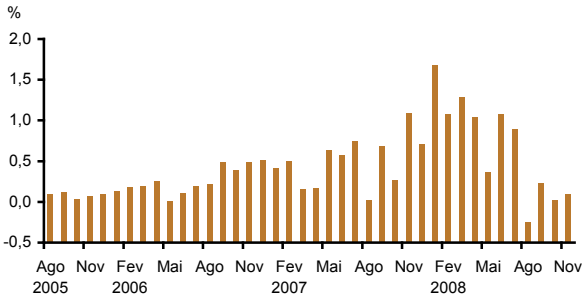
A evolução da paridade das moedas das economias emergentes em relação ao dólar seguiu o padrão registrado pelas bolsas de valores. Nesse sentido, entre o final de agosto e 14 de novembro, o dólar apresentou apreciação em relação ao won, 29%; ao rand sul-africano, 31%; ao forint húngaro, 32%; à lira turca, 36%; e ao real, 37%, acumulando, no ano, apreciação de 50%, 48%, 23%, 37% e 26%, respectivamente. Ressalte-se que os principais condicionantes da depreciação do forint e do won se constituíram, em cenário de liquidez restrita, na evolução desfavorável dos resultados em conta corrente e no endividamento externo de curto prazo observados nas economias húngara e sul-coreana. A implementação, ao final de outubro, de um programa de US\$25 bilhões, liderado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), objetivando prover mais liquidez ao sistema financeiro húngaro aliviou as pressões sobre o forint, que permaneceu, no entanto, apresentando volatilidade acentuada. No mesmo sentido, o anúncio da linha de *swap* no Fed e a adoção de medidas domésticas para aliviar a pressão sobre o won possibilitaram suporte momentâneo à moeda sul-coreana, que, a exemplo do forint, estava sob forte volatilidade até meados de novembro.

Na China, o renmimbi, que, até julho seguia em trajetória de apreciação gradual em relação ao dólar norte-americano, apresenta reduzida volatilidade, registrando, de 31 de agosto a 14 de novembro, apreciação de 0,2%.

## 4.4 Commodities

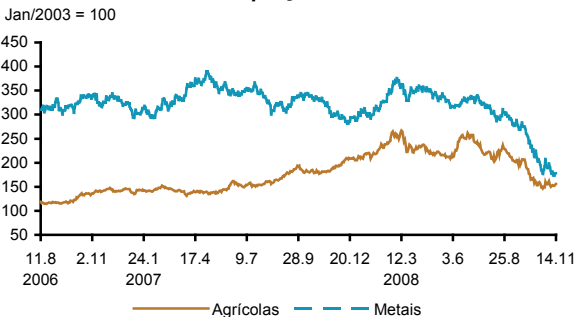
As cotações internacionais das *commodities*, que haviam iniciado processo de redução generalizada em julho, intensificaram as perdas a partir do final de agosto,

**Gráfico 4.23 – Variação média mensal do renminbi ante o dólar<sup>1/</sup>**



Fonte: Bloomberg  
1/ Até 14 de novembro de 2008.

**Gráfico 4.24 – Índice de preço de commodities**



Fonte: Standard and Poors (S&P) – Goldman Sachs Commodity Index (GSCI)

evidenciando a perspectiva de redução expressiva no nível de atividade tanto nas economias maduras quanto nas emergentes. O movimento de liquidação de posições nos mercados futuros de *commodities*, liderado por fundos de investimento, apresentou-se como componente suplementar à trajetória declinante dessas cotações.

Os preços das *commodities* agrícolas vêm sendo influenciados, adicionalmente, pelas projeções favoráveis em relação à produção agrícola mundial em 2009, em virtude de melhores condições climáticas. As cotações nesse segmento registraram recuo de 29% entre o final de agosto e 14 de novembro, com ênfase nas contrações assinaladas nos itens algodão, 39,1%; soja, 32,3%; milho, 32,1%; cacau, 31,8%; e trigo, 28,3%. As cotações do açúcar e do café apresentaram recuo menos intenso no período, da ordem de 8,7% e 20,8%, respectivamente.

Sinais mais consistentes de desaceleração da atividade econômica na China, maior responsável pelo crescimento da demanda global por *commodities* metálicas, exerceram impacto mais intenso sobre as cotações nesse segmento, que recuaram 40%, em média, no período. Assinale-se a redução registrada nos preços do alumínio, 28,7%, do zinco, 33,8%, do níquel, 45,7%, e do cobre, 49,5%, cujos estoques apresentaram substancial elevação nos últimos meses.

No mercado de minério de ferro, o anúncio de cortes de produção de até 35% por parte das principais siderúrgicas do mundo, que evidencia desaquecimento da demanda pela *commodity*, deverá resultar em redução de preço nas negociações contratuais de 2009, a primeira em sete anos. Nesse contexto, várias mineradoras anunciaram redução de produção, entre as quais a Companhia Vale do Rio Doce (Vale), que irá cortar 9,2% de sua produção anual de minério de ferro.

O índice *Commodity Research Bureau* (CRB) apresentou redução de 18,9% no período de doze meses encerrado em 14 de novembro, resultado de recuo nas cotações das *commodities* agrícolas, 14,6%, e nas das metálicas, 45%.

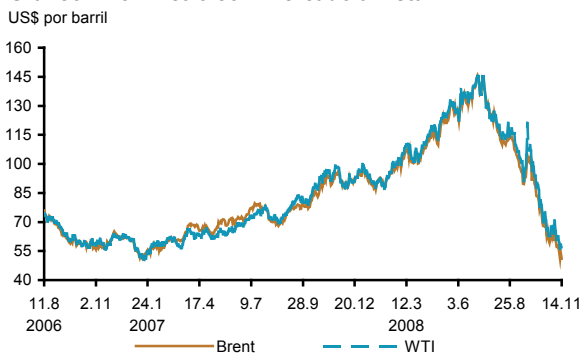
#### 4.4.1 Petróleo

Em linha com os prognósticos de desaquecimento da economia mundial, a cotação do barril de petróleo tipo Brent apresentou redução de 50% entre o final de agosto e

14 de novembro, atingindo US\$51,00. Essa trajetória, iniciada em julho, mantém-se a despeito do corte de produção de 1,5 milhão de barris por dia, anunciado em outubro e implementado em 1º de novembro, pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), e das declarações de representantes do cartel de que pode haver novas reduções, caso os preços do petróleo não se recuperem.

O relatório de novembro, da Agência Internacional de Energia (AIE), traduzindo o atual momento do mercado mundial de petróleo, incorpora redução nas projeções da agência para expansão da demanda pela *commodity* tanto para 2008 quanto para 2009. Nesse sentido, as estimativas de crescimento anual de 0,5% e 0,8%, respectivamente, constantes no relatório anterior, foram reduzidas, na ordem, para 0,1% e 0,4%, ressaltando-se que o resultado projetado para 2009 considera recuo de 6%, para 3,7%, no crescimento do consumo da economia chinesa. De acordo com o relatório, a oferta global da *commodity* cresceu pouco mais de 2% em outubro, para 86,9 milhões de barris por dia.

**Gráfico 4.25 – Petróleo – Mercado a vista**



Ressalte-se que o desestímulo exercido pelo atual cenário de escassez de crédito e petróleo desvalorizado para a ampliação da capacidade de extração e refino da *commodity* poderá impactar o equilíbrio de longo prazo nesse mercado. De acordo com estimativas da AIE, mesmo que a demanda mundial por petróleo permanecesse estável até 2030, seria necessário que a capacidade de produção aumentasse 45 milhões de barris por dia, em virtude da projeção de redução da produtividade da atual estrutura. Nesse contexto, não obstante o volume dos investimentos no setor tenha aumentado nos últimos anos, esse volume ainda não se mostra suficiente para prover o aumento de capacidade mencionado, defasagem que irá se acentuar, ante os recentes adiamentos de projetos, quando o nível de atividade da economia mundial retomar novo ciclo expansionista.

Embora a dificuldade de ampliação da oferta de *commodities* metálicas e energéticas no curto prazo e os baixos níveis dos estoques agrícolas representem pressões potenciais de alta sobre as cotações desses produtos, o comportamento dos preços das *commodities* nos próximos trimestres será determinado, fundamentalmente, pela intensidade e pela duração do processo de desaceleração da economia mundial. Ressalte-se, em relação ao segmento das *commodities* agrícolas, que, além dos efeitos diretos da desaceleração econômica sobre a demanda por esses produtos, o arrefecimento do nível de atividade da economia mundial, ao pressionar para baixo as cotações do petróleo, deverá diminuir os custos da produção e reduzir a urgência

do aumento da produção de biocombustíveis baseados em produtos como o milho.

## 4.5 Conclusão

Depois de longa maturação, os indicadores relacionados à atividade econômica das principais economias maduras e emergentes passaram a incorporar os impactos da crise financeira originada no mercado *subprime* norte-americano. Enquanto esse cenário persistir, a aversão ao risco tenderá a permanecer em patamar elevado, induzindo a continuidade de um processo de desalavancagem nos setores financeiro e real da economia mundial. A avaliação da intensidade do impacto da crise financeira no nível de atividade, além de não ser trivial, dependerá do sucesso das políticas direcionadas à contenção da crise financeira e, fundamentalmente, da regularização do canal de crédito.

A despeito do relativo sucesso das medidas adotadas pelos países desenvolvidos mais afetados pela crise em estancar a deterioração e, recentemente, em induzir alguma melhoria nas condições de funcionamento dos mercados interbancários, os mercados de crédito operam distantes de seus padrões usuais e permanecem oferecendo riscos adicionais à atividade econômica global. De forma geral, em cenário de elevada volatilidade nos mercados financeiros, persiste o risco sistêmico e o ambiente de mais aversão ao risco, com desdobramentos sobre o volume e os custos inerentes a novos financiamentos.

No âmbito dos países emergentes, a compreensão das peculiaridades regionais mostra-se fundamental para a avaliação dos potenciais impactos da crise internacional sobre cada economia. De forma geral, na Ásia emergente, o impacto principal da crise está associado à redução das exportações da região direcionadas aos EUA, à Área do Euro e ao Japão; na América Latina, a redução nos preços das *commodities* se constitui em importante condicionante às economias dependentes, em maior escala, do setor exportador; na Europa emergente, a vulnerabilidade decorre, em especial, das dificuldades de financiamento dos elevados déficits em conta corrente. A redução de acesso a recursos externos proporcionou o ressurgimento de operações do FMI com vistas a prover condições, a países em dificuldade, para o financiamento do balanço de pagamentos.



## Crise Financeira Internacional: respostas governamentais

A percepção de que a auto-regulação dos mercados se constitui na forma mais eficiente de gerir recursos se intensificou nas últimas décadas, em linha com a crescente desregulamentação do setor financeiro registrada no período. Esse ambiente, que não incorpora alguns segmentos em que se reconhecem falhas de mercado, traduziu-se na unificação de nichos de mercado, na ampla securitização de dívidas, no ágil desenvolvimento das inovações financeiras e na maior mobilidade de capitais, originando expressivo crescimento dos mercados de crédito globais.

Nesse cenário de liquidez acentuada, caracterizado por excessiva alavancagem das instituições financeiras, utilização de instrumentos financeiros complexos e avaliação inadequada dos riscos inerentes às operações de crédito, criaram-se as condições para a eclosão da crise no mercado *subprime*, em agosto de 2007, e para sua disseminação, nos mercados financeiros internacionais e no nível da atividade das principais economias maduras e emergentes, a partir de setembro de 2008. Diante desse quadro, em reunião recente do G20, tornou-se evidente a necessidade da introdução de novo arcabouço regulatório, capaz de minimizar disfunções como a experimentada atualmente pelo mercado, e da adoção de ações emergenciais, tendo em vista a defasagem dos efeitos de tais medidas e a proporção da atual crise, que se estima tenham proporcionado, até o início de dezembro, estímulos da ordem de US\$3 trilhões.

A atuação dos bancos centrais das economias maduras, objetivando restaurar a confiança nos sistemas bancários e limitar os efeitos da desalavancagem global sobre a economia real,

considerou a ampliação da oferta de moeda por meio de operações de assistência à liquidez; a intensificação de políticas de afrouxamento monetário; e a injeção de recursos com vistas à desobstrução dos canais de crédito. As economias emergentes da Ásia e da Europa, a exemplo de China, Coréia do Sul, Índia e República Tcheca, apresentaram inflexão da postura de política monetária, em reação aos impactos progressivos da crise financeira sobre as respectivas economias, expressos na depreciação de suas moedas e nos efeitos do processo recessivo observado nas economias maduras sobre o canal do comércio exterior. Ressalte-se que as autoridades monetárias das principais economias da América Latina, evidenciando a persistência de riscos inflacionários na região, adotam postura mais conservadora.

De forma generalizada, as tentativas de adequar a liquidez se têm traduzido em redução dos juros básicos<sup>1</sup> e das taxas de recolhimento compulsório<sup>2</sup> e em flexibilização das regras de acesso a empréstimos em última instância, medida adotada, em especial, pelas economias maduras. A síntese das medidas adotadas pelo governo e pelo banco central das principais economias encontra-se na Tabela 1 – Cronologia de intervenções nos mercados financeiros.

No âmbito das medidas monetárias, o *Federal Reserve* (Fed) aumentou a oferta de recursos tanto por meio da ampliação progressiva das *Term Auction Facility* (TAF), de dois leilões, cujo volume total alcançava US\$40 bilhões, em dezembro de 2007, para diversos leilões, que hoje somam US\$900 bilhões, quanto pela criação e pela expansão de linhas de dólares oferecidos em *swap* de moedas a autoridades monetárias consideradas relevantes à estabilidade dos sistemas financeiros<sup>3</sup>. Além do crescente volume de dólares ofertados, tem havido dilatação dos prazos

---

1/ Desde setembro, houve redução de juros básicos nos bancos centrais dos EUA (de 2% para 1%); Europa (de 4,25% para 2,50%); Reino Unido (de 5% para 2,0%); Japão (de 0,5% para 0,3%); Suíça (de 2,75% para 1,0%); Canadá (de 3% para 2,25%); Suécia (de 4,5% para 2,00%); Nova Zelândia (de 8% para 5,0%); Austrália (de 7,25% para 4,25%); China (de 7,47% para 5,58%); Coréia do Sul (de 5,25% para 4,0%); Índia (de 9% para 7,5%); Hong Kong (de 3,5% para 1,5%), entre outros.

2/ Na Rússia, de 5,5% para 1,5%; na Índia, de 9% para 7,5%; e na China, de 17,5% para 14%.

3/ Os bancos centrais da Europa (BCE), Inglaterra (BoE), Suíça (BNS) e Japão (BoJ) dispõem de oferta ilimitada de dólares, e, aos bancos centrais da Austrália, Nova Zelândia, Canadá, Suécia, Dinamarca, Noruega, Brasil, México, Coréia do Sul e Cingapura, foram ofertadas linhas de US\$15 bilhões a US\$30 bilhões.

de maturação dos empréstimos concedidos a bancos comerciais e ampliação do rol de colaterais aceitos, representado expressivo aumento da oferta de *funding* a termo nos bancos dos Estados Unidos da América (EUA) e uma ação fundamental à recuperação das condições de financiamento em dólar nos mercados *offshore*. Ressalte-se que linhas de *swap* semelhantes às introduzidas pelo Fed foram estabelecidas entre o Banco Central Europeu (BCE) e os bancos centrais da Hungria, Suíça e Dinamarca, em linha com a escassez de euros nos respectivos mercados.

A intensificação e ampliação geográfica da crise financeira mundial, expressas na deterioração das expectativas relacionadas ao ritmo de crescimento em 2009, suscitou a introdução de inúmeros planos, visando a restauração da estabilidade e da solidez dos sistemas financeiros. Em 3 de outubro, foi aprovado, nos EUA, o *Troubled Asset Relief Program* (TARP), instrumento que facultou ao Tesouro a compra de até US\$700 bilhões de ativos sem valor subjacente de instituições financeiras – que passam a incorporar o balanço do Fed, representando um esforço para recapitalizar o setor, minorar as preocupações sobre a viabilidade do sistema e encorajá-lo a retomar sua função de prestador. O TARP prevê, ainda, remuneração dos depósitos compulsórios; instituição de um programa de alívio das execuções hipotecárias; prorrogação do prazo para corte de impostos; imposição de limites ao pagamento de benefícios a executivos de bancos; acesso ilimitado do *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) a recursos do Tesouro; elevação do seguro das contas bancárias, de US\$100 mil para US\$250 mil; e constituição de um Conselho de Estabilidade Financeira para supervisionar todo o programa.

Em paralelo à implementação do TARP, foram instituídas medidas complementares relevantes, objetivando a normalização dos mercados financeiros. Ressaltem-se, nesse sentido, a extensão de *non-recourse loans* – empréstimos em que o pagamento se dá com o lucro decorrente das aplicações – para instituições depositantes e *holdings* de bancos com vistas a financiar a compra de ativos de alta qualidade lastreados em *commercial papers* de fundos mútuos de mercados monetários; a introdução de uma linha de crédito para aquisição

de *commercial papers*; e a instituição dos programas de Financiamento Suplementar do Tesouro – que visam reequilibrar o balanço do Fed, provendo-lhe meios para dar continuidade às ações de ampliação da liquidez nos mercados monetários; de *Hope for Homeowners* – que viabiliza o refinanciamento de hipotecas para mutuários com residência única; e de Financiamento para Investidor no Mercado Monetário – por meio do qual o Fed passa a dar garantias para compra de certificados de depósitos e *commercial papers*, com vencimento máximo de noventa dias, em que os investidores elegíveis são basicamente fundos mútuos.

A esse conjunto de medidas adotadas nos EUA, seguiram-se iniciativas semelhantes no Reino Unido, Japão, Alemanha, França, Espanha, Holanda, Suécia, Islândia, Rússia, Austrália, México, Coréia do Sul, Chile e China, entre outros.

O governo britânico anunciou, em 8 de outubro, que injetará até £50 bilhões para reforçar o capital das instituições financeiras, por meio da compra de ações preferenciais; fornecerá garantia de cerca de £250 bilhões a bônus emitidos por bancos; e fará injeção de liquidez adicional de £200 bilhões por meio da Linha Especial de Liquidez do BoE.

Com a iniciativa britânica, planos de resgate a bancos e seguradoras, cujos princípios gerais foram coordenados, em meados de outubro, para evitar distorções no mercado regional de bancos, passaram a ser anunciados nos demais países membros da União Européia (UE). Esses planos abrangem financiamento estatal temporário, com origem no orçamento de cada país; ampliação da garantia dos depósitos no sistema financeiro; alterações nas operações de liquidez com ampliação do volume de recursos, dos prazos para saldar os empréstimos e da lista de títulos que podem ser oferecidos como colaterais nas operações de redesconto; ampliação da base de bancos que têm acesso a operações de ajuste fino de liquidez no *overnight*; possibilidade de substituir os executivos de bancos com problemas; e restrição a pagamento de vantagens a executivos que deixem instituições financeiras. Essa campanha coordenada de resgate dos sistemas financeiros deverá representar aporte de recursos da ordem de €1,7 trilhão.

Além dos programas de resgate aos sistemas financeiros, diversos países, a exemplo dos EUA, Japão, Coréia do Sul, China, Alemanha, França, Espanha e Chile, têm introduzido medidas de ordem fiscal objetivando atenuar os processos recessivos ou de recuo no nível de atividade observados na respectiva economia. Na China, onde a taxa de crescimento econômico revela desaceleração, foi instituído programa de estímulo à demanda doméstica da ordem de US\$586 bilhões.

Embora a introdução de programas que objetivam a restauração do funcionamento adequado dos mercados financeiros tenha-se mostrado eficiente para conter a intensidade da propagação da crise que se configura na economia mundial, persistem os riscos relacionados ao volume de recursos necessários ao restabelecimento das condições de liquidez e à perspectiva de crescimento das principais economias, maduras e emergentes. Nesse ambiente de incertezas, que reflete acentuada volatilidade registrada nos mercados e crescente aversão ao risco por parte dos investidores, no qual segue indefinido o grau de contágio da crise iniciada nos EUA sobre as economias emergentes – já parcialmente afetadas pelos canais de crédito externo e comércio internacional –, é prematuro concluir a respeito da dinâmica da economia mundial em curto prazo, restando evidências de que injeções de recursos serão insuficientes para impedir os processos de recessão nas economias maduras e de desaceleração nas economias emergentes.

**Tabela 1 – Cronologia de intervenções nos mercados financeiros**  
(agosto/2007 a dezembro/2008)

| Data               | País/BCs                 | Volume de recursos | Características  |
|--------------------|--------------------------|--------------------|--|
| 9-10.8.2007        | Fed, BCE, BoJ e RBA      | US\$300 bilhões    | Injeção global de recursos por meio de acordos de recompra.  |
| 17.8.2007          | Fed                      | -                  | Em reunião extraordinária, redução da taxa de redesconto para 5,75% e ampliação das operações para 30 dias.  |
| 18.9.2007          | Fed                      | -                  | Redução dos <i>Fed funds</i> e da taxa de redesconto para 4,75% e 5,25%.   |
| 31.10.2007         | Fed                      | -                  | Redução dos <i>Fed funds</i> e da taxa de redesconto para 4,50% e 5,00%.   |
| 12.12.2007         | Fed, BCE, BoE, BoC e BNS | US\$40 bilhões     | Injeção de recursos por meio de leilões a termo, que nos EUA ficaram conhecidos como TAF ( <i>Term Auction Facility</i> ). Nesses leilões há aceite de ampla gama de colaterais e dilatado prazo de maturação.   |
| 12.12.2007         | Fed, BCE e BNS           | US\$24 bilhões     | Criação das linhas de <i>swap</i> Fed-BCE (US\$20 bilhões) e Fed-BNS (US\$4 bilhões).  |
| 1.12.2007          | Fed, BoC e BoE           | -                  | Redução dos juros básicos, no caso do BoE pela primeira vez em 2 anos.   |
| 4.1.2008           | Fed                      | US\$20 bilhões     | Ampliação das TAF para US\$30 bilhões, cada.   |
| 22.1.2008          | Fed                      | -                  | Em reunião extraordinária, corte dos Fed funds e da taxa de redesconto em 75 p.b. (3,50% e 4,00%).   |
| 22.1.2008          | BoC                      | -                  | Redução dos juros básicos em 25 p.b. para 4,00%.   |
| 30.1.2008          | Fed                      | -                  | Redução dos <i>Fed funds</i> e da taxa de redesconto para 3,00% e 3,50%.   |
| 7.2.2008           | BoE                      | -                  | Redução da <i>repo rate</i> em 25 p.b. para 5,25%.   |
| 4.3.2008           | BoC                      | -                  | Redução de 50 p.b. dos juros básicos para 3,50%.   |
| 7.3.2008           | Fed                      | US\$40 bilhões     | Ampliação da vigência dos leilões TAF (set/2008) e de seu valor (US\$50 bilhões, cada).  |
| 7.3.2008           | Fed                      | US\$100 bilhões    | Oferta de até recursos sem acordos de recompra para os <i>primary dealers</i> , com aceitação até de títulos hipotecários.   |
| 11.3.2008          | Fed                      | US\$200 bilhões    | Criação da <i>Term Securities Lending Facility</i> (TSLF), instrumento que consiste na permuta de papéis a termo para os <i>primary dealers</i> , com ampla aceitação de títulos, até mesmo hipotecários não federais.                                 |
| 11.3.2008          | Fed, BCE e BNS           | US 12 bilhões      | Ampliação em 50% das linhas de <i>swap</i> (Fed-BCE – US\$30 bilhões e Fed-BNS – US\$6 bilhões) e extensão de seu prazo de vigência até set/2008.  |
| 11.3.2008          | BoE                      | £10 bilhões        | Ampliação do volume e do rol de colaterais aceitos nas operações <i>repo</i> de três meses.  |
| 11.3.2008          | BoC                      | C\$4 bilhões       | Renovação das <i>Term Purchase and Resale Agreements</i> (TPRA).   |
| 15.3.2008          | Fed                      | -                  | Interferência do Fed na aquisição do Bear Stearns pelo JPMorgan.   |
| 16.3.2008          | Fed                      | -                  | Estabelecimento da <i>Primary Dealer Credit Facility</i> (PDCF), linha de <i>overnight</i> para <i>primary dealers</i> .   |
| 16.3.2008          | Fed                      | -                  | Ampliação do prazo máximo de maturidade do redesconto. Dessa vez, de 30 para 90 dias.  |
| 16.3.2008          | Fed                      | -                  | Em reunião extraordinária, redução do <i>spread</i> entre o redesconto e os <i>fed funds</i> para 25 p.b.  |
| 18.3.2008          | Fed                      | -                  | Nova redução de 75 p.b. nas taxas básicas e de redesconto (2,25% e 2,50%).   |
| 31.3.2008          | EUA                      | -                  | Lançamento do Plano Paulson com vistas à modernização e ampliação das funções regulatórias do Fed.   |
| Março e abril/2008 | Fed                      | -                  | Participação ativa na compra do Bear Stearns pelo JP Morgan.   |
| A partir de abril  | Fed                      | -                  | Monitoramento <i>in loco</i> das condições financeiras dos maiores bancos de investimento.   |
| 10.4.2008          | BoE                      | -                  | Redução de 25 p.b. dos juros básicos ( <i>repo rate</i> ) para 5,0%.   |
| 21.4.2008          | BoE                      | £5 bilhões         | Ampliação de £10 bilhões, valor que vigorava desde jan/2008, para £15 bilhões a oferta de crédito de 3 meses.  |
| 21.4.2008          | BoE                      | £50 bilhões        | Lançamento do Esquema Especial de Liquidez ( <i>Special Liquidity Scheme</i> ), por meio do qual os bancos passam a trocar <i>Residential Mortgage-Backed Security</i> (RMBS) <i>triple A</i> , existentes até dez/2007, por títulos novos do Tesouro. |
| 22.4.2008          | BoC                      | -                  | Redução de 50 p.b. dos juros básicos para 3,0%.  |

(continua)

(continuação)

| Data      | País/BCs                      | Volume de recursos | Características  |
|-----------|-------------------------------|--------------------|--|
| 30.4.2008 | Fed                           |                    | Redução de 25 p.b. nas taxas básicas e de redesconto (2,0% e 2,25%).   |
| 2.5.2008  | Fed                           | US\$50 bilhões     | Majoração do volume dos leilões TAF para US\$75 bilhões, cada.   |
| 2.5.2008  | Fed                           | -                  | Inclusão de <i>Asset Backed Security (ABS) triple A</i> na lista de colaterais aceitos nos leilões TSLF.   |
| 2.5.2008  | Fed, BCE e BNS                | US\$26 bilhões     | Ampliação das linhas de <i>swap</i> de moedas: Fed/BCE, de US\$30 bilhões para US\$50 bi, e Fed/BNS, de US\$6 bilhões para US\$12 bi.  |
| 7.5.2008  | RBNZ                          | -                  | Extensão de 1 para 30 dias do prazo das operações de recompra de títulos e ampliação de conjunto de colaterais, que passaram a contemplar títulos lastreados por hipotecas residenciais.   |
| 9.7.2008  | BCE                           | -                  | Aumento de 25 p.b. dos juros básicos para 4,25%  |
| 24.7.2008 | RBNZ                          | -                  | Redução de 25 p.b. dos juros básicos para 8,0%.  |
| 30.7.2008 | Fed                           | -                  | Extensão para 30.1.2009 do prazo de vigência das TSLF e PDCF.  |
| 30.7.2008 | Fed                           | US\$50 bilhões     | Criação de leilões de opções no âmbito da TSFL.  |
| 30.7.2008 | Fed                           | -                  | Estabelecimento do prazo de 84 dias, com alternativa a 28 dias, para os leilões TAF.   |
| 30.7.2008 | Fed, BCE e BNS                | -                  | Extensão para 30.1.2009 do prazo para vigência dos <i>swaps</i> de moedas.   |
| 30.7.2008 | Fed e BCE                     | US\$5 bilhões      | Ampliação temporária de US\$50 bilhões para US\$55 bilhões no acordo de <i>swap</i> .  |
| 2.9.2008  | RBA                           | -                  | Redução de 25 p.b. dos juros básicos para 7,0%.  |
| 11.9.2008 | RBNZ                          | -                  | Redução de 50 p.b. dos juros básicos para 7,5%.  |
| 14.9.2008 | Fed                           | -                  | Ampliação do rol de colaterais aceitos no âmbito do programa <i>Primary Dealer Credit Facility (PDCF)</i> , que não se limitam a <i>investment-grade debt securities</i> , estendendo-se aos aceitos no âmbito do <i>tri-party repo systems</i> dos dois maiores bancos de compensação.  |
| 14.9.2008 | Fed                           | -                  | Ampliação do rol de colaterais aceitos no âmbito da linha <i>Term Securities Lending Facility (TSLF)</i> – passa a aceitar qualquer tipo de <i>investment-grade debt securities</i> , não mais apenas tipos específicos de papéis tidos como grau de investimento.   |
| 14.9.2008 | Fed                           | US\$25 bilhões     | Aumento tanto do valor total de recursos disponíveis no âmbito do TSLF, de US\$175 bilhões para US\$200 bi, quanto da frequência com que os leilões são feitos, a partir de agora a cada semana, não mais a cada duas semanas.   |
| 14.9.2008 | Fed                           | -                  | Criação de uma excepcionalidade temporária às limitações impostas na seção 23A da norma que rege sua conduta, o <i>Federal Reserve Act</i> . Até o final de janeiro de 2009, as instituições depositárias do Fed poderão prover liquidez para suas instituições afiliadas, contra colaterais aceitos no <i>tri-party repo market</i> .     |
| 15.9.2008 | Fed                           | US\$50 bilhões     | Injeção de recursos no mercado de curto prazo, sob forte estresse ( <i>Fed funds</i> efetivos chegaram a 5,25% contra 2%, valor meta do Fed) após o pedido de concorda do <i>Lehman Brothers</i> e a compra da <i>Merrill Lynch</i> pelo <i>Bank of America</i> .  |
| 15.9.2008 | BCE, BoE, BNS e RBA           | US\$44 bilhões     | Injeção coordenada de recursos ante o estreitamento de crédito de curto prazo: BCE (€30 bilhões= US\$42,6 bi); BoE (£5 bilhões= US\$9 bi); BNS (CHF3 bilhões= US\$2,6 bi); e RBA (AUD1,3 bilhões = US\$1 bi).  |
| 15.9.2008 | BPC                           | -                  | Redução dos juros básicos em 27 p.b., para 7,2% a.a., e redução da taxa de recolhimento compulsório em 100 p.b., para 16,5%. Trata-se da primeira redução dos juros desde 2002 e do compulsório desde 2006.  |
| 16.9.2008 | Fed                           | US\$85 bilhões     | Anúncio de oferecimento de liquidez à seguradora AIG. O empréstimo será colateralizado por todos os ativos da seguradora.  |
| 16.9.2008 | Fed, BCE, BoE, BNS, BoJ e RBA | US\$209 bilhões    | Visando reduzir a taxa de <i>overnight</i> efetiva, ocorrência de nova injeção de recursos nos mercados de curto prazo: Fed (US\$50 bi); BCE (€70 bilhões= US\$99 bi); BoE (£20 bilhões= US\$35); BoJ (¥ 2,5 trilhões = US\$24 bi); RBA (AUD1,3 bilhões= US\$1 bi), além do BNS, que também continua monitorando o mercado de curto prazo. |
| 17.9.2008 | BoJ, RBA                      | US\$33 bilhões     | Nova injeção de recursos com vistas à manutenção da liquidez doméstica ante o abalo oriundo de <i>Wall Street</i> : BoJ (¥ 3 trilhões = US\$28,4 bi); e RBA (AUD4,3 bi).   |

(continua)

(continuação)

| Data      | Pais/BCs   | Volume de recursos | Características  |
|-----------|--|--------------------|--|
| 17.9.2008 | BoE  | -                  | Ampliação do prazo para acesso dos bancos ao Esquema Especial de Liquidez ( <i>Special Liquidity Scheme</i> ), de 21.10.2008 para 30.1.2009.   |
| 17.9.2008 | EUA  | -                  | Anúncio do Programa de Financiamento Suplementar ( <i>Supplementary Financing Program – SFP</i> ) do Tesouro para reequilibrar o balanço do Fed e fornecer caixa para que possa seguir com seus programas de ampliação da liquidez financeira local e global.  |
| 17.9.2008 | Banco Central da Rússia  | -                  | Anúncio da redução da taxa de recolhimento compulsório para depósitos em rublos de 5,5% para 1,5%  |
| 18.9.2008 | Fed, BoC, BoE, BCE, BoJ e BNS  | US\$230 bilhões    | Ação coordenada de injeção de recursos nos mercados monetários globais: US\$50 bilhões no mercado dos EUA e US\$180 bilhões nos mercados <i>offshore</i> . Esses recursos, disponíveis até o final de janeiro de 2009, distribuem-se por meio da ampliação das linhas de <i>swap</i> Fed/BCE (de US\$55 bilhões para US\$110 bilhões, dos quais US\$40 bilhões são destinados para o <i>overnight</i> ) e Fed/BNS (de US\$12 bilhões para US\$27 bilhões, com US\$10 bilhões para operações de <i>overnight</i> ) e da criação de novas linhas de <i>swap</i> : Fed/BoJ (US\$60 bilhões); Fed/BoC (US\$10 bilhões); e Fed/BoE (US\$40 bilhões).  |
| 19.9.2008 | Fed  | -                  | Anúncio de plano para recompra de obrigações de curto prazo emitidas pelas agências Freddie Mac, Fannie Mae e <i>Federal Home Loan Banks</i> nos <i>primary dealers</i> .  |
| 19.9.2008 | Fed  | US\$50 bilhões     | Extensão dos <i>non-recourse loans</i> (empréstimo sem obrigação de pagamento – o pagamento se dá com o lucro decorrente das aplicações) para instituições depositantes e <i>holdings</i> de bancos, com vistas a financiar a compra de ativos de alta qualidade lastreados em <i>Asset-backed commercial papers</i> (ABCP) de fundos mútuos de mercados monetários ( <i>money market mutual funds</i> ). Os recursos terão origem no Fundo de Estabilização Cambial do Tesouro.   |
| 23.9.2008 | Rússia   | US\$100 bilhões    | Anúncio de um plano de resgate do mercado financeiro que visa, por meio de injeções de liquidez, conter o que parece ser o início da turbulência financeira no país.   |
| 24.9.2008 | Fed, SRB, RBA e BC's da Dinamarca, Noruega                                 | US\$30 bilhões     | Criação de novas linhas de <i>swap</i> de moeda: US\$10 bilhões tanto com o <i>Sveriges Risk Bank</i> (SRB) quanto com o <i>Reserve Bank of Australia</i> (RBA) e US\$5 bilhões com os BCs da Noruega e da Dinamarca.  |
| 26.9.2008 | Fed, BCE e BNS   | US\$13 bilhões     | Aumento dos recursos disponíveis para as linhas de <i>swap</i> de moedas com o BCE (US\$10 bilhões) e com o BNS (US\$3 bilhões).   |
| 29.9.2008 | Fed, BCE, BoE, BoJ, BoC, BNS, RBA, SRB e os BC's da Dinamarca e da Noruega | US\$330 bilhões    | Aumento dos volumes oferecidos pelas linhas de <i>swap</i> de moeda com outros bancos centrais: mais US\$120 bilhões para o BCE; US\$60 bilhões para o BoJ; US\$40 bilhões para o BoE; US\$30 bilhões para o BNS; US\$20 bilhões para BoC, SRB e RBA; cada; e US\$10 bilhões para os BCs da Dinamarca e da Noruega, cada. Com essa nova injeção de recursos, o Fed passa a ter o total de US\$620 bilhões disponibilizados nas linhas de <i>swap</i> : US\$240 bilhões com o BCE; US\$120 bilhões com o BoJ; US\$80 bilhões com o BoE; US\$60 bilhões com o BNS; US\$30 bilhões com os bancos do Canadá, da Suécia e da Austrália, cada; e US\$15 bilhões com os bancos da Noruega e da Dinamarca, cada. |
| 29.9.2008 | Fed  | US\$100 bilhões    | Aumento dos volumes oferecidos nos leilões TAF. Os leilões de 84 dias passam de US\$25 bilhões para US\$75 bilhões.  |
| 29.9.2008 | BCE  | Não informado      | Lançamento de operação especial de refinanciamento a termo, com vencimento em 7.11.2009  |
| 29.9.2008 | BCE e BoE  | US\$40 bilhões     | Emprego de recursos das linhas de <i>swap</i> de moedas com o Fed para injeção de recursos no <i>overnight</i> : US\$30 bilhões (BCE) e US\$10 bilhões (BoE).  |
| 29.9.2008 | BoE  | £40 bilhões        | Primeira das operações especiais e semanais de recompra para três meses.   |
| 29.9.2008 | RBA  | AUD6 bilhões       | Injeção de recursos no mercado monetário.  |
| 29.9.2008 | BoJ  | ¥1 trilhão         | Injeção de recursos no mercado monetário.  |
| 29.9.2008 | Islândia   | €0,6 bilhão        | O governo nacionalizou o <i>Glitnir</i> hf, o terceiro maior banco do país, ao adquirir 75% de participação no banco.  |

(continua)



(continuação)

| Data      | País/BCs    | Volume de recursos                  | Características   |
|-----------|-------------|-------------------------------------|---|
| 1.10.2008 | EUA         | -                                   | Aprovação pelo Senado da Lei Emergencial de Estabilização Econômica, o que abrange um pacote de resgate do sistema financeiro, o chamado Programa para Alívio de Ativos Problemáticos ( <i>Trouble Asset Relief Program – TARP</i> ). Entre uma série de detalhes, a lei permite que o Fed pague juros sobre os depósitos compulsórios; prevê a criação de um programa de alívio das execuções hipotecárias; prorroga o prazo para corte de impostos; impõe limites ao pagamento de benefícios aos executivos dos bancos; permite o acesso ilimitado do <i>Federal Deposit Insurance Corporation</i> (FDIC) a recursos do Tesouro; eleva, até o final de 2009, de US\$100.000 para US\$250.000 o seguro para as contas bancárias; e institui um Conselho de Estabilidade Financeira para supervisionar todo o programa. |
| 1.10.2008 | EUA         | -                                   | Criação de um programa trienal intitulado <i>Hope for Homeowners</i> , que viabiliza o refinanciamento de hipotecas para mutuários com residência única, adquirida antes de 2008, e para os quais o valor do pagamento superava 31% da renda bruta familiar em março do ano corrente.   |
| 3.10.2008 | EUA         | US\$700 bilhões                     | Com a aprovação na Câmara, passa a valer a Lei Emergencial de Estabilização Econômica, a mais expressiva intervenção do governo no setor financeiro desde a crise de 1929. A Lei permite que o Tesouro compre até US\$700 bilhões de "ativos podres" por meio do TARP. Os primeiros US\$250 bilhões devem ser disponibilizados imediatamente, e US\$100 bilhões dependem de certificação presidencial quanto à necessidade. Os demais US\$350 bilhões ficam na dependência de requerimento presidencial ao Congresso. O Tesouro pode usar recursos até o final de 2009.   |
| 3.10.2008 | Reino Unido | -                                   | A Autoridade de Serviços Financeiros ( <i>Financial Services Authority – FSA</i> ) elevou de £35.000 para £50.000 o valor da garantia para depósitos. A decisão vigora desde 7.10.2008.   |
| 3.10.2008 | BoE         | -                                   | Ampliação do rol de colaterais aceitos nas operações de <i>repo</i> de três meses. A medida abrange a aceitação de papéis lastreados em ativos <i>triple A</i> de certas empresas, além de papéis lastreados por <i>commercial papers</i> de elevada classificação.   |
| 3.10.2008 | BCE         | -                                   | Extensão da facilidade de acesso às operações de ajuste fino de liquidez no <i>overnight</i> aos pequenos bancos. Até o final de setembro, apenas 140 instituições bancárias tinham essa prerrogativa.  |
| 5.10.2008 | Alemanha    | Ilimitado                           | Anúncio de garantia ilimitada aos depósitos privados de poupança.   |
| 5.10.2008 | Alemanha    | €35 bilhões                         | Governo garante €35 bilhões, e um consórcio de bancos garante outros €15 bilhões para a viabilização de plano de resgate à agência hipotecária <i>Hypo Real Estate Holding AG</i> .   |
| 6.10.2008 | EUA/Fed     | Incerto                             | Para manter os <i>Fed funds</i> mais perto da meta estabelecida, o Fed passará a remunerar os depósitos compulsórios. A taxa paga, que deve eliminar o custo de oportunidade dos recursos retidos, será a média da meta no período de retenção das reservas menos 10 p.b.   |
| 6.10.2008 | EUA/Fed     | Ampliação dos TAF p/US\$600 bilhões | Os quatro leilões, dois de 28 dias e dois de 84 dias, passam ao volume de US\$150 bilhões cada.   |
| 6.10.2008 | EUA/Fed     | US\$300 bilhões                     | Anúncio de dois leilões extraordinários em novembro, no âmbito do programa TAF, no valor de US\$150 bilhões cada. Com essa medida, os TAF atingirão US\$900 bilhões no final do ano.  |
| 6.10.2008 | RBI         | US\$6 bilhões                       | Anúncio da redução do compulsório de 9% para 8,5%.  |
| 6.10.2008 | Chile       | US\$1 bilhão                        | Injeção de recursos governamentais em dólar nos maiores bancos locais (Banco do Estado, Banco de Chile, Banco Santander Chile, e BCI Bank).   |
| 6.10.2008 | Suécia      | -                                   | O governo dobra o valor das garantias oferecidas aos depósitos bancários, de US\$70.000 para US\$100.000.   |

(continua)

(continuação)

| Data                 | País/BCs                      | Volume de recursos | Características  |
|----------------------|-------------------------------|--------------------|--|
| 7.10.2008            | EUA/Fed                       | Não divulgado      | Para evitar disfunção no mercado de <i>commercial papers</i> , e sob o apoio financeiro do Tesouro, o Fed anunciou a criação de uma linha de crédito para aquisição desses papéis. A <i>Commercial Paper Funding Facility</i> (CPFF) permite a compra de papéis de três meses emitidos sem garantias, mas com retenção de uma taxa, ou lastreados por ativos dos emissores.  |
| 7.10.2008            | União Européia                |                    | Aumento da garantia para depósitos de pessoas físicas de €20.000 para €100.000.  |
| 7.10.2008            | BCE                           |                    | Aumento do valor oferecido nos leilões de 28 dias, de €25 bilhões para €40 bilhões, e nos leilões de 84 dias, de €15 bilhões para €20 bilhões.   |
| 7.10.2008            | Fed, BCE, BoE, BoJ, BoC e BNS | Não divulgado      | Ação coordenada de expansão das linhas de <i>swap</i> para oferecimento de dólar nos mercados <i>offshore</i> no quarto trimestre de 2008.   |
| 7.10.2008            | Rússia                        | US\$36 bilhões     | Anúncio da disponibilização de recursos para os maiores bancos do país pelo prazo de até cinco anos, entre eles, o Sberbank, o Banco VTB e o Banco Agrícola Russo.   |
| 7.10.2008            | Espanha                       | €30 bilhões        | Anúncio da criação de um fundo para dar suporte aos empréstimos bancários, e da elevação de €20.000 para €100.000 das garantias para depósitos bancários.  |
| 7.10.2008            | Bélgica                       | -                  | Anúncio da elevação de €20.000 para €100.000 das garantias para depósitos bancários.   |
| 7.10.2008            | RBA                           | -                  | Redução de 100 p.b. na <i>cash rate</i> , a taxa básica de juros, para 6% a.a.   |
| 8.10.2008            | Áustria                       | -                  | O governo anunciou a garantia de 100% dos depósitos bancários  |
| 8.10.2008            | Islândia                      | Não informado      | O órgão regulador do sistema financeiro islandês assumiu o controle do segundo maior banco do país, o <i>Landsbank Island Hf</i> .   |
| 8.10.2008            | BoE                           | £500 bilhões       | Anúncio de pacote para recapitalizar o sistema bancário: £50 bilhões para a compra de ações preferenciais. £25 bilhões serão empregados no Royal Bank of Scotland (RBS), Barclays, HBOS, Lloyds, Abbey, <i>Nationwide Building Society</i> , <i>Standard Chartered</i> e HSBC. Montante igual está à disposição de outras instituições, se necessário. Além desse tipo de ajuda, mais £250 bilhões serão usados para dar garantia aos bônus de médio prazo a serem emitidos pelos bancos para refinarciar dívidas que estão por vencer; e £200 bilhões para ampliar o Esquema Especial de Liquidez ( <i>Special Liquidity Scheme – SLS</i> ), que viabiliza a troca de papéis lastreados em hipotecas por papéis do Tesouro. |
| 8.10.2008            | Reino Unido                   | -                  | O governo anunciou que vai garantir os depósitos no banco islandês Icesave, subsidiário do <i>Landsbanki Islands</i> , sob o controle do governo islandês desde 7.10.2008, o qual havia anunciado o impedimento de saques aos correntistas no Reino Unido.   |
| 8.10.2008            | Fed, BCE, BoE, BNS, BoC e SRB | -                  | Ante o esfriamento da atividade econômica, anúncio de uma ação coordenada de redução de 50 p.b. nas respectivas taxas básicas de juro. A meta para os <i>Fed funds</i> recuou de 2% para 1,5% a.a., ao tempo em que a taxa do redesconto nos EUA foi reduzida para 1,75%. A taxa de referência do BCE recuou para 3,75%; a <i>repo rate</i> no Reino Unido cedeu para 4,5% a.a.; a taxa na Suíça passou a ser 2,5%; a taxa canadense diminuiu para 2,5%; e a taxa básica sueca recuou para 4,25%.  |
| 8.10.2008            | BPC                           | -                  | Redução da taxa básica de juros em 27 p.b., para 6,93%;  |
| 8.10.2008            | Fed                           | US\$38 bilhões     | Anúncio de oferecimento de liquidez adicional à seguradora AIG.  |
| 8.10.2008            | BPC (China)                   | -                  | Redução da taxa de recolhimento compulsório para 16%.  |
| 8.10.2008            | Chile                         |                    | Anúncio de repatriação de reservas para conter a valorização do dólar estadunidense.   |
| 9.10.2008            | Islândia                      | -                  | O órgão regulador do sistema financeiro islandês assumiu o controle do Banco Kaupung, o maior banco do país, garantiu os depósitos domésticos e anunciou a criação de um novo banco que incorporará até a carteira de crédito do <i>Landsbanki Island</i> .  |
| entre 6 e 10.10.2008 | Banco do México               | US\$6 bilhões      | Leilões extraordinários de recursos em dólar para aliviar as tensões sobre o câmbio.   |
| 9.10.2008            | Coréia                        | -                  | Redução dos juros básicos em 25 p.b. para 5% a.a.  |
| 10.10.2008           | RBI (Índia)                   | US\$12 bilhões     | Anúncio da redução da taxa de recolhimento compulsório de 8,5% para 7,5%.  |

(continua)

(continuação)

| Data       | País/BCs               | Volume de recursos | Características   |
|------------|------------------------|--------------------|---|
| 10.10.2008 | Bélgica                | Não informado      | Anúncio de plano temporário de garantias para apoiar o refinanciamento no interbancário.  |
| 10.10.2008 | Dinamarca              | €4 bilhões         | O parlamento aprovou a criação de um fundo para dar suporte às instituições financeiras e garantir 100% dos depósitos bancários.  |
| 13.10.2008 | Reino Unido            | £37 bilhões        | Aquisição de participação majoritária no <i>Royal Bank of Scotland</i> (RBS) e de cerca de 40% do grupo fundido entre <i>Lloyds Trustee Savings Bank</i> (TSB) e <i>Halifax Bank of Scotland</i> (HBOS).  |
| 13.10.2008 | Noruega                | US\$55 bilhões     | Emissão de bônus do governo em troca de dívida hipotecária de posse dos bancos. Anúncio de que o braço norueguês do banco islandês <i>Kaupthing</i> terá administração pública, depois de sua estatização na Islândia.  |
| 13.10.2008 | Espanha                | €100 bilhões       | Linhas para garantir a emissão de bônus bancários em 2008, com vencimento de até 5 anos, e para comprar ações de bancos.  |
| 13.10.2008 | Portugal               | €20 bilhões        | Linha de financiamento, até 31.12.2009, destinada a qualquer instituição de crédito sediada no país.  |
| 13.10.2008 | Alemanha               | -                  | Anúncio de um pacote para descongelar o mercado de empréstimo interbancário e restaurar a confiança no sistema financeiro, injeção de até €80 bilhões para recapitalização e de até €400 bilhões em garantia para empréstimos. As medidas são válidas até o final de 2009. A previsão é de que o orçamento nacional fique afetado até 2011. |
| 13.10.2008 | França                 | €360 bilhões       | Anúncio de um pacote de €320 bilhões para garantia governamental de depósitos interbancários contratados até o final de 2009 e com vencimento para até 5 anos, e €40 bilhões para compra de participações (recapitalização) no sistema bancário.  |
| 13.10.2008 | Holanda                | €200 bilhões       | Garantias para as operações de empréstimo interbancário.  |
| 13.10.2008 | Itália                 | Não divulgado      | Garantia estatal de dívidas bancárias de até cinco anos, emitidas até o final de 2009; <i>swap</i> do banco central para refinanciamento bancário; apoio para bancos financiarem companhias privadas e publicação de um decreto que autoriza a compra pelo governo de ações preferenciais de bancos em dificuldade.                         |
| 13.10.2008 | Áustria                | €100 bilhões       | Garantia do governo para refinanciamento e eventuais injeções de capital na aquisição de participação de bancos, além de garantia completa para depósitos de pessoas físicas.   |
| 13.10.2008 | Rússia                 | US\$50 bilhões     | Lei que permite a tomada de crédito, sem garantia, por parte dos bancos locais, por um período de 6 meses.  |
| 13.10.2008 | Austrália              | US\$458 bilhões    | Garantia por 3 anos aos depósitos bancários, contra um prêmio de seguro a ser pago pelos bancos. Garantia aos empréstimos internacionais tomados pelos bancos locais. Duplicação, totalizando US\$5 bilhões, dos fundos garantidores de hipotecas.  |
| 13.10.2008 | Nova Zelândia          | Não divulgado      | Garantia de dois anos aos depósitos bancários, a ser acordada bilateralmente entre instituições financeiras interessadas e o governo.   |
| 13.10.2008 | Chile                  | US\$0,7 bilhão     | Oferecimento de recursos via CDBs, que se somam ao US\$1 bilhão colocado no sistema bancário no mês passado.  |
| 13.10.2008 | Arábia Saudita         | US\$40 bilhões     | Recursos ofertados ao sistema bancário.   |
| 13.10.2008 | Emirados Árabes Unidos | Não divulgado      | Garantia dos depósitos e da poupança nos bancos nacionais, além do oferecimento de garantias totais no mercado interbancário.   |
| 13.10.2008 | Fed, BCE, BoE e BNS    | Ilimitado          | Financiamento ilimitado em dólar aos bancos europeus pelos prazos de 7, 28 e 84 dias. Os colaterais serão os julgados adequados em cada jurisdição. A validade das linhas de <i>swap</i> foi estendida até 30.4.2009.   |
| 13.10.2008 | Catar                  | -                  | Anúncio da intenção de aquisição de até 20% do capital dos bancos locais.   |
| 14.10.2008 | EUA                    | -                  | O Tesouro autorizou o FDIC ( <i>Federal Deposit Insurance Corp.</i> ) a garantir, em caráter extraordinário, as dívidas com prioridade de pagamento (sênior) de todas as instituições asseguradas, assim como os depósitos em conta que não rendam juros.   |

(continua)

(continuação)

| Data       | País/BCs                 | Volume de recursos | Características  |
|------------|--------------------------|--------------------|--|
| 14.10.2008 | EUA                      | US\$250 bilhões    | Sob o amparo do TARP, os primeiros US\$250 bilhões são disponibilizados para a aquisição de participação em nove instituições (Goldman Sachs Group; Morgan Stanley; J.P. Morgan Chase; Bank of America; Merrill Lynch; Citigroup; Wells Fargo; Bank of New York Mellon; e State Street). Outros bancos têm até 14.11.2008 para aderirem ao programa, o que implica restrições ao pagamento de salários a seus executivos, mas não restringe a distribuição de dividendos aos acionistas.                     |
| 14.10.2008 | Fed e BoJ                | Ilimitado          | Expansão, até 30.4.2009, da linha de <i>swap</i> de moedas para oferecimento de dólar <i>offshore</i> .  |
| 14.10.2008 | Japão                    | -                  | Anúncio de plano para reforçar os mercados acionário e monetário, que abrange facilitação das condições de recompra de ações e permissão para o BoJ realizar injeções de recursos em bancos regionais.   |
| 14.10.2008 | Emirados Árabes Unidos   | US\$19 bilhões     | Injeção adicional de 70 bilhões de dinares (US\$19 bilhões), que se somam aos 50 bilhões de dinares da linha de empréstimo lançada no mês passado, que visa ampliar a liquidez no mercado interbancário.   |
| 14.10.2008 | Austrália                | AUD10 bilhões      | Anúncio de pacote de estímulo fiscal direcionado prioritariamente a aposentados e assalariados de baixa renda, com o que se espera que os recursos entrem rapidamente em circulação.   |
| 15.10.2008 | BCE                      | -                  | Expansão do rol de colaterais aceitos nas operações de refinanciamento, até mesmo com aceitação de empréstimos sindicalizados, além de aceitação de instrumentos de dívida negociáveis denominados em moedas outras que não dólar, euro, libra e iene, desde que emitidos na Área do Euro, mas com deságio adicional de 8%. Também haverá redução do limite mínimo de avaliação dos ativos aceitos, de A para BBB-, sujeito a deságio adicional de 5%. A validade dessas alterações expira no final de 2009. |
| 15.10.2008 | Chile                    | US\$850 milhões    | Divulgação de um pacote para prover crédito a exportadores e a pequenas empresas.  |
| 15.10.2008 | BCE                      | Ilimitado          | Anúncio de que os leilões de refinanciamento de longo prazo atenderão a todas as solicitações.   |
| 15.10.2008 | BCE e BNS                | Não informado      | Anúncio da criação de uma linha de <i>swap</i> euro/franco suíço, a vigorar a partir de 20.10.2008. O prazo das operações é de 7 dias, e o acordo será mantido pelo menos até o final de 2009.   |
| 15.10.2008 | Grécia                   | €28 bilhões        | Anúncio de um pacote de ajuda aos bancos locais: garantia de €15 bilhões em emissão de bônus de 3 a 5 anos por parte dos bancos; injeção de €8 bilhões de bônus governamentais nos bancos; e possibilidade de compra de €5 bilhões em títulos híbridos dos bancos.   |
| 16.10.2008 | BCE e BC da Hungria      | €5 bilhões         | Anúncio da criação de linha de <i>swap</i> euro/forint húngaro.  |
| 16.10.2008 | BoE                      | Não informado      | Anúncios da criação de nova linha de <i>overnight</i> , a partir de 22.10.2008, e de nova janela de desconto, em substituição ao SLS que expira em janeiro de 2009, que permitirá a troca de papéis ilíquidos por bônus do governo por um prazo de 30 dias.  |
| 16.10.2008 | União Européia           | -                  | O Parlamento Europeu aprovou conjunto de medidas referentes a reformas estruturais no sistema financeiro do bloco que visa, entre outros, à redução da volatilidade do valor das empresas e à normatização da remuneração dos executivos de bancos, assim como sua responsabilização judicial em caso de erros contábeis e administrativos. As novas regras já se aplicam à análise dos balanços do terceiro trimestre de 2008.  |
| 16.10.2008 | Banco da Itália          | €2 bilhões         | Disponibilização de 1/5 do montante disponível para permuta de papéis do governo contra títulos ilíquidos de instituições financeiras. A operação implica taxa de 1% a.a., mas possibilita que as instituições empreguem os títulos federais para refinanciamento no BCE.  |
| 16.10.2008 | Suíça e BNS              | CHF6 bilhões       | Injeção de recursos no UBS e assunção de US\$60 bilhões de papéis ditos "tóxicos", contra uma participação de 9% no respectivo banco.  |
| 16.10.2008 | Banco Central da Polónia | -                  | A autoridade monetária informou que passará a realizar <i>swaps</i> de moeda estrangeira a partir de 17.10.2008, para aliviar as tensões financeiras no mercado local.   |

(continua)

(continuação)

| Data       | País/BCs                          | Volume de recursos | Características  |
|------------|-----------------------------------|--------------------|--|
| 4.11.2008  | Chile                             | US\$1,3 bilhão     | Anúncio de um pacote que visa à injeção de US\$500 milhões na instituição financeira estatal BancoEstado, para aumentar a concessão de hipotecas para famílias de renda baixa ou média, e de US\$800 milhões para, por meio da agência de desenvolvimento <i>Corporación de Fomento de la Producción</i> (Corfo), facilitar o crédito para pequenas e médias empresas.   |
| 5.11.2008  | Suíça                             | -                  | Aumento da garantia governamental aos depósitos, CHF30.000 para CHF100.000.  |
| 5.11.2008  | Fed                               | -                  | Anúncio de nova alteração na remuneração dos depósitos compulsórios. Pelas novas fórmulas, para os depósitos obrigatórios, a taxa passa da média dos <i>Fed funds</i> durante o período em questão menos 10 p.b. para a média dos <i>Fed funds</i> durante o período. Para as reservas excedentes, a taxa passa de a menor taxa dos <i>Fed Funds</i> no período menos 35 p.b. para a menor taxa dos <i>Fed funds</i> no período.                             |
| 6.11.2008  | BoE                               | -                  | Redução de 150 p.b. nos juros básicos anuais, de 4,5% para 3,0%.   |
| 6.11.2008  | BCE                               | -                  | Redução de 50 p.b. nos juros básicos anuais, de 3,75% para 3,25%.  |
| 6.11.2008  | BNS                               | -                  | Redução de 50 p.b. nos juros básicos anuais, de 2,5% para 2,0%.  |
| 6.11.2008  | Banco Central da República Tcheca | -                  | Redução de 75 p.b. nos juros básicos anuais, de 3,5% para 2,75%.   |
| 6.11.2008  | Banco Central da Dinamarca        | -                  | Redução de 50 p.b. nos juros básicos anuais, de 4,5% para 4,0%.  |
| 7.11.2008  | BoK                               | -                  | Redução de 25 p.b. nos juros básicos anuais, de 4,25% para 4,0%.   |
| 10.11.2008 | EUA/Fed                           | US\$27 bilhões     | Anúncio da reestruturação do acordo de ajuda à seguradora <i>American International Group</i> (AIG). O Tesouro irá comprar US\$40 bilhões de ações preferenciais da AIG no âmbito do Programa de Alívio de Ativos Problemáticos (TARP). Além dos recursos financeiros, a AIG passará a contar com duas novas linhas de crédito do Fed, que totalizam mais de US\$50 bilhões. Em valores totais, a ajuda à AIG passa de US\$123 bilhões para US\$150 bilhões. |
| 10.11.2008 | China                             | US\$586 bilhões    | Aprovação do pacote de estímulo econômico de até 2010 para impulsionar a demanda doméstica. Os recursos serão concentrados em investimentos em infra-estrutura e bem-estar social, além de financiamentos a pequenas e médias empresas. O pacote também prevê redução de impostos sobre as empresas em 120 bilhões de yuans por ano.   |
| 11.11.2008 | EUA                               | -                  | Anúncio pelo Tesouro e pela Agência Federal de Finanças Imobiliárias de um plano de ajuda a mutuários para repactuação das condições de hipotecas, numa tentativa de evitar mais execuções.  |
| 11.11.2008 | BCR                               | -                  | Para defender a moeda e reduzir a pressão inflacionária, novo anúncio de elevação das taxas de juros. A taxa básica sobre de 11% para 12% ao ano.  |
| 20.11.2008 | BNS                               | -                  | Redução de 100 p.b. nos juros básicos anuais, de 2,0% para 1,0%.   |
| 21.11.2008 | EUA                               | -                  | O FDIC anunciou alterações em seu programa de garantias de dívida de bancos. A regra de tarifa única de 75 pontos base foi flexibilizada. Instituições obedecerão a um escalonamento de taxas para dívidas de curto prazo.   |
| 23.11.2008 | EUA                               | US\$306 bilhões    | Anúncio de pacote de proteção para grandes perdas com ativos mantidos em portfólio, até letras hipotecárias, oferecido ao Citigroup, que também recebeu injeção de US\$20 bilhões, no âmbito do TARP.  |
| 24.11.2008 | RU                                | US\$30 bilhões     | Anúncio de pacote de estímulo fiscal para impulsionar o consumo das famílias, uma vez que o plano contempla redução de impostos para a classe média e aumento de impostos para os mais ricos e sobre o lucro das empresas. O pacote é da ordem de 1% do PIB britânico.   |

(continua)

(continuação)

| Data       | País/BCs  | Volume de recursos                | Características   |
|------------|---|-----------------------------------|---|
| 17.10.2008 | Alemanha  | €500 bilhões                      | O parlamento alemão aprovou o plano de €480 bilhões anunciado em 13.10.2008 pela primeira ministra Merkel, ao que somou €20 bilhões em provisão para perdas sofridas por instituições financeiras.  |
| 19.10.2008 | Coréia  | US\$100 bilhões                   | Governo anuncia pacote que garante até US\$100 bilhões de dívidas bancárias contraídas no exterior, desta data até 30.6.2009.   |
| 20.10.2008 | Suécia  | US\$206 bilhões<br>US\$21 bilhões | Proposição de plano de estabilidade financeira em que os recursos são oferecidos como garantias bancárias. O plano prevê a criação de um fundo de US\$21 bilhões para lidar com problemas de solvência, cujos recursos são aportados pelo governo e pelas instituições financeiras.   |
| 20.10.2008 | Holanda   | €10 bilhões                       | Informe de que o governo injetará recursos no Grupo ING. Em contrapartida, o governo passa a ter dois assentos no corpo dirigente do Grupo, receberá juros de 8,5% a.a. e impõe restrições ao pagamento de dividendos em 2008 e interdição de pagamento de bônus a executivos do Grupo.   |
| 20.10.2008 | Bélgica   | €1,5 bilhão                       | Anúncio de alocação de recursos federais na seguradora Ethias por meio do aumento de capital.   |
| 20.10.2008 | RBI   | -                                 | Corte dos juros básicos em 100 p.b. para 8% a.a.  |
| 21.10.2008 | BoC   | -                                 | Corte de 25 p.b. dos juros básicos para 2,25% a.a.  |
| 21.10.2008 | Fed   | US\$540 bilhões                   | Anúncio da criação do Programa de Financiamento para Investidor do Mercado Monetário ( <i>Money Market Investor Funding Facility – MMIFF</i> ). Pelo instrumento, o Fed passa a dar garantias para as compras de certificados de depósitos e <i>commercial papers</i> , com vencimento máximo de 90 dias, emitidos por instituições com elevada classificação de risco. Os investidores elegíveis são basicamente os fundos mútuos. |
| 22.10.2008 | Fed   | -                                 | Anúncio da elevação dos juros pagos sobre os depósitos compulsórios: de juros básicos menos 75 p.b. para juros básicos menos 35 p.b.  |
| 23.10.2008 | SRB   | -                                 | Corte de 50 p.b. dos juros básicos para 3,75% a.a.  |
| 23.10.2008 | RBNZ  | -                                 | Corte de 100 p.b. dos juros básicos para 6,5% a.a.  |
| 24.10.2008 | Coréia, China, Japão e Asean                        | US\$80 bilhões                    | Os países do leste asiático anunciaram a criação de um fundo, até meados de 2009, de combate à crise.   |
| 27.10.2008 | China   | US\$292 bilhões                   | Anúncio de um pacote fiscal de estímulo à atividade (construção de ferrovias).  |
| 27.10.2008 | BCE e Banco Central da Dinamarca                    | €12 bilhões                       | Criação de uma linha de <i>swap</i> de moeda entre os bancos centrais.  |
| 27.10.2008 | BoK   | -                                 | O Banco Central da Coréia anunciou mais um corte da taxa básica de juros, de 5% a.a. para 4,25% a.a. A instituição ainda anunciou que a compra de bônus emitidos por bancos locais e não apenas ampliou os limites de empréstimo para exportadores, como também anunciou um prazo de carência de anos para empresas afetadas pela desvalorização do won ante o dólar e o iene.  |
| 28.10.2008 | Espanha   | €100 bilhões                      | Anúncio de que o governo irá garantir até €100 bilhões em emissões de bônus pelos bancos do país em 2009, mesma quantia de 2008.  |
| 28.10.2008 | Fed e RBNZ  | US\$15 bilhões                    | Criação de uma linha de <i>swap</i> de moedas, válida até 30.4.2008.  |
| 29.10.2008 | Fed   | -                                 | Redução dos juros básicos, a meta para os <i>Fed funds</i> , para 1% a.a.   |
| 29.10.2008 | Fed, BCB, Banxico, BoK e Autor. Monet. de Cingapura | US\$120 bilhões                   | Anúncio da criação de linhas de <i>swap</i> de moedas no valor de US\$30 bilhões cada com os bancos centrais do Brasil, México e Coréia e a Autoridade Monetária de Cingapura. As linhas vigoram até 30.4.2009.   |
| 29.10.2008 | BPC   | -                                 | Redução de 27 p.b. nos juros básicos anuais, de 6,93% para 6,66%.   |
| 30.10.2008 | Japão   | ¥ 27 trilhões                     | Anúncio de novo pacote de estímulo à economia que abrange redução do imposto de renda; isenção de impostos sobre ganho de capital e dividendos; auxílio a pequenas empresas; e recursos para recapitalização de bancos.   |
| 31.10.2008 | BoJ   | -                                 | Redução de 20 p.b. nos juros básicos anuais, de 0,5% para 0,3%.   |
| 1.11.2008  | RBI   | -                                 | Redução de 25 p.b. nos juros básicos anuais, de 7,75% para 7,5%.  |
| 4.11.2008  | RBA   | -                                 | Redução de 75 p.b. nos juros básicos anuais, de 6,00% para 5,25%.   |

(continua)

(continuação)

| Data       | País/BCs  | Volume de recursos | Características   |
|------------|-----------|--------------------|---|
| 25.11.2008 | Fed       | US\$200 bilhões    | Anúncio da criação de um programa para impulsionar o crédito ao consumidor e estimular o nível de atividade econômica, a <i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility</i> (TALF). O Fed fará empréstimos <i>non-recourse</i> (em caso de <i>default</i> , o credor se limita ao recebimento do colateral) para bancos detentores de AAA-ABS colateralizados por créditos estudantis, crédito para aquisição de automóvel, crédito para detentores de pequenos negócios e empréstimos concedidos por cartão de crédito. |
| 25.11.2008 | EUA       | US\$20 bilhões     | O Tesouro usará recursos do TARP para aporte de recursos ao Fed, como amparo à linha TALF.  |
| 25.11.2008 | Fed       | US\$600 bilhões    | Visando à redução do custo e à ampliação da oferta de crédito imobiliário, ocorreu o anúncio de um programa para compra direta de obrigações das GSE (Fannie Mae, Freddie Mac e <i>Federal Home Loan Banks</i> ), US\$100 bilhões, e compra de ativos lastreados por hipotecas, ( <i>Mortgage-Backed Securities</i> – MBS) (US\$500 bilhões).   |
| 26.11.2008 | BPC       | -                  | Visando dar novo estímulo ao crescimento econômico, o BPC efetuou novas reduções dos juros básicos (de 6,66% para 5,58%) e da taxa de recolhimento compulsório, de 1% para bancos grandes e de 2% para os demais.   |
| 28.11.2008 | Itália    | €80 bilhões        | Anúncio de pacote fiscal para combater a recessão. O pacote é proporcionalmente mais modesto do que os lançados na França e Alemanha devido à grande dívida pública italiana. Entre as medidas, há auxílio financeiro a famílias de baixa renda, isenção de impostos a empresas e uma ajuda de até €12 bilhões para os bancos italianos, que será distribuída por meio da compra de dívidas híbridas das instituições financeiras pelo governo.   |
| 2.12.2008  | RBA       | -                  | Redução de 100 p.b. nos juros básicos anuais, de 5,25% para 4,25%.  |
| 3.12.2008  | BoJ       | -                  | Anúncio da redução de A para BBB- da exigência mínima para a aceitação de bônus corporativos como colaterais de empréstimos.  |
| 4.12.2008  | BCE       | -                  | Redução de 75 p.b. nos juros básicos anuais, de 3,25% para 2,5%.  |
| 4.11.2008  | BoE       | -                  | Redução de 100 p.b. nos juros básicos anuais, de 3,0% para 2,0%.  |
| 4.11.2008  | SRB       | -                  | Corte de 175 p.b. dos juros básicos para 2,0% a.a.  |
| 4.12.2008  | RBNZ      | -                  | Corte de 150 p.b. dos juros básicos para 5,0% a.a.  |
| 4.12.2008  | Argentina | R\$9,6 bilhões     | Anúncio de um pacote fiscal para estimular produção, investimentos e consumo, com redução de impostos sobre exportações ( <i>retenciones</i> ).   |

As transações correntes, após apresentarem cinco resultados superavitários anuais consecutivos, voltaram a registrar deficit em 2008. A reversão dos resultados positivos, iniciada em meados de 2007, evidenciou o impacto da trajetória de expansão recente da economia brasileira sobre as taxas de crescimento das importações, que vêm se mantendo em patamar significativamente superior ao relativo às exportações, e o aumento na remessa líquida de serviços e rendas, principalmente na relativa a lucros e dividendos.

O desempenho da conta financeira do balanço de pagamentos traduz os expressivos ingressos líquidos de IED, que deverão atingir volume recorde em 2008, contrastando com as saídas recentes de capitais externos relacionadas a investimentos em *portfolio*, especialmente em ações; empréstimos de curto prazo; e baixa taxa de rolagem da dívida externa de médio e de longo prazos. Nesse contexto, o prolongamento do atual cenário externo poderá tornar, em médio prazo, as condições para o financiamento do balanço de pagamentos mais adversas.

Nesse ambiente de crescente aversão ao risco, as projeções relacionadas ao balanço de pagamentos do país para 2009 – ver boxe Projeções para o Balanço de Pagamentos, que integra este relatório (página 114) – passaram a incorporar a perspectiva de redução do nível da atividade econômica mundial, o cenário de depreciação da taxa de câmbio, o retorno de investimentos estrangeiros em *portfolio*, o crescimento dos indicadores de risco-país, o encurtamento dos prazos de financiamento e a contração na oferta de crédito. Para 2008 foram incorporados os resultados ocorridos até novembro, incluindo-se as intervenções efetuadas pelo Banco Central no mercado doméstico de câmbio, bem como a nova posição de endividamento externo, referente a setembro.

Ressalte-se que, a partir de setembro, em reação às novas condições do mercado financeiro internacional, o Banco Central tem atuado com vistas a manter em níveis



adequados a liquidez em moeda estrangeira no país e a oferta de linhas de crédito aos exportadores. O detalhamento de tais medidas encontra-se no boxe Crise Financeira Internacional – Atuação do governo brasileiro no fornecimento de liquidez em moeda estrangeira, constante deste relatório (página 98).

## 5.1 Movimento de câmbio

As operações de câmbio proporcionaram superávit de US\$5,4 bilhões nos onze primeiros meses de 2008, ante US\$82,1 bilhões no período correspondente do ano anterior, redução associada aos desdobramentos do ambiente de turbulência financeira internacional sobre a aversão ao risco dos investidores internacionais e ao aumento das contratações de importações. Os ingressos líquidos no segmento comercial recuam 34,6%, para US\$48 bilhões, no período, e os fluxos líquidos no segmento financeiro apresentaram reversão de ingressos de US\$8,6 bilhões, nos onze primeiros meses de 2007, para saídas de US\$42,6 bilhões. O resultado no segmento comercial traduziu aumento de 3,4% nas contratações para exportações e de 32,2% nas relativas a importações. No segmento financeiro ocorreu expansão de 25,8% nas compras e de 43,7% nas vendas de moeda estrangeira.

O superávit cambial acumulado nos primeiros onze meses de 2008 possibilitou compras líquidas do Banco Central no mercado a vista de US\$12,4 bilhões, ante US\$76,3 bilhões no período correspondente em 2007. A posição comprada dos bancos atingiu US\$2,5 bilhões, ao final de novembro de 2008, ante US\$7,3 bilhões ao final de 2007.

## 5.2 Comércio de bens

As exportações somaram US\$14,8 bilhões, e as importações, US\$13,1 bilhões em novembro, valores recordes para o mês, gerando superávit de US\$1,6 bilhão e corrente de comércio de US\$27,9 bilhões. As vendas externas atingiram US\$184 bilhões nos onze primeiros meses do ano, elevando-se 25,8% em relação a igual período de 2007, e as compras externas cresceram 46,9%, para US\$162 bilhões, determinando recuo de 38,3% no superávit comercial, que totalizou US\$22,5 bilhões.

A média diária das exportações aumentou 25,2% nos onze primeiros meses de 2008, em relação ao período

**Tabela 5.1 – Movimento de câmbio**

| Discriminação            | US\$ bilhões |             |       |       |             |
|--------------------------|--------------|-------------|-------|-------|-------------|
|                          | 2007         |             |       | 2008  |             |
|                          | Nov          | Jan-<br>Nov | Ano   | Nov   | Jan-<br>Nov |
| Comercial                | 7,3          | 73,5        | 76,7  | 3,1   | 48,0        |
| Exportação               | 17,2         | 170,7       | 184,8 | 13,5  | 176,6       |
| Importação               | 9,9          | 97,3        | 108,0 | 10,4  | 128,6       |
| Financeiro <sup>1/</sup> | -2,0         | 8,6         | 10,7  | -10,3 | -42,6       |
| Compras                  | 32,3         | 306,7       | 348,3 | 18,7  | 385,9       |
| Vendas                   | 34,3         | 298,1       | 337,6 | 29,0  | 428,5       |
| Saldo                    | 5,3          | 82,1        | 87,5  | -7,2  | 5,4         |

<sup>1/</sup> Exclui operações interbancárias e operações externas do Banco Central.

**Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB**

| Período |      | US\$ milhões |            |        |                      |
|---------|------|--------------|------------|--------|----------------------|
|         |      | Exportação   | Importação | Saldo  | Corrente de comércio |
| Jan-nov | 2008 | 184 125      | 161 667    | 22 458 | 345 792              |
| Jan-nov | 2007 | 146 418      | 110 023    | 36 396 | 256 441              |
| Var. %  |      | 25,8         | 46,9       | -38,3  | 34,8                 |

Fonte: MDIC/Secex

**Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB**

Média diária – Janeiro-novembro

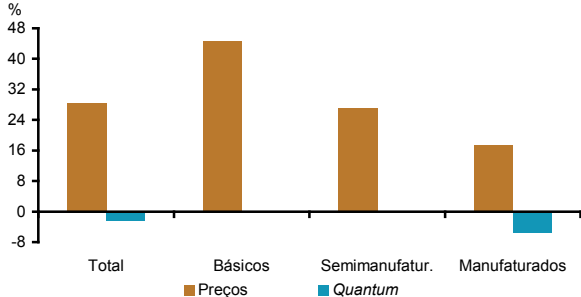
| Discriminação       | US\$ milhões |       |        |
|---------------------|--------------|-------|--------|
|                     | 2007         | 2008  | Var. % |
| Total               | 636,6        | 797,1 | 25,2   |
| Básicos             | 203,1        | 295,6 | 45,5   |
| Industrializados    | 420,6        | 480,3 | 14,2   |
| Semimanufaturados   | 87,0         | 110,5 | 27,0   |
| Manufaturados       | 333,6        | 369,8 | 10,9   |
| Operações especiais | 12,9         | 21,2  | 64,0   |

Fonte: MDIC/Secex

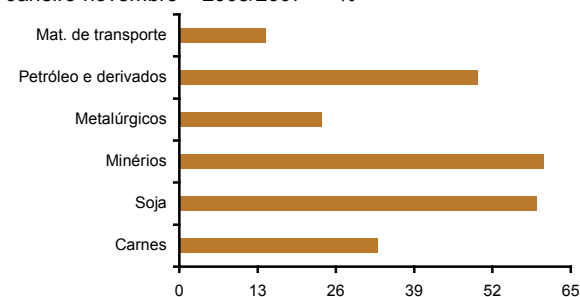
correspondente de 2007. Os embarques de produtos básicos, cuja participação no total exportado passou de 31,9% para 37,1% no período, elevaram-se 45,5%, com ênfase no crescimento das vendas de petróleo, 63,2%; soja, 62,3%; minérios de ferro e concentrados, 60,8%; farelo de soja, 53,1%; e carne de frango, 43,2%. Esses itens foram responsáveis, em conjunto, por 70,5% das exportações da categoria no período. Ressalte-se que o desempenho das vendas dos produtos básicos esteve associado, em especial, à aceleração nos preços, salientando-se a entrada em vigor, a partir de abril, do reajuste de preços negociado no início do ano para o minério de ferro. A quantidade embarcada de petróleo recuou 4,5%, no período.

**Gráfico 5.1 – Exportações – Índices de preços e quantum**

Janeiro-novembro – 2008/2007



Fonte: Funcex

**Gráfico 5.2 – Exportações por principais setores**Janeiro-novembro – 2008/2007<sup>1/</sup> – %

Fonte: MDIC/Secex

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

A média diária das exportações de produtos semimanufaturados aumentou 27% nos onze primeiros meses do ano, representando 13,9% do total exportado, ante 13,7% em igual período de 2007. Assinale-se o aumento registrado nas exportações de ferro fundido e ferro *spiegel*, 79,2%; produtos semimanufaturados de ferro ou aço, 77,7%; ferro-ligas, 70%; celulose, 34,9%; e açúcar de cana, em bruto, 10,5%. Esses dados representaram, em conjunto, 62,9% das vendas da categoria.

As exportações médias de itens manufaturados, que apresentaram elevação generalizada de preços, representaram 46,4% das vendas externas nos onze primeiros meses do ano, aumentando 10,9% em relação ao período correspondente de 2007. Ressalte-se o crescimento nas vendas de álcool etílico, 60,6%; tratores, 26,5%; motores, geradores, e transformadores elétricos, 26,1%; óleos combustíveis, 23,7%; e aviões, 14,3%, responsáveis, em conjunto, por 15,9% das vendas da categoria. Registrou-se, no período, redução na quantidade embarcada da maior parte dos produtos relevantes desse grupo, excetuando-se a expansão assinalada nos itens álcool etílico, 44,4%, e aviões, 7,6%.

Estatísticas da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) revelam que os preços das exportações cresceram 28,4% de janeiro a novembro de 2008, em relação a igual período de 2007, e a quantidade exportada recuou 2,5%. Os preços dos produtos básicos elevaram-se 44,5%, seguindo-se os relativos a semimanufaturados, 27,2%, e a manufaturados, 17,5%. O desempenho do *quantum* exportado traduziu retração de 5,6% na categoria de itens manufaturados, e a quantidade exportada de produtos básicos e de produtos semimanufaturados apresentou estabilidade no período.

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

| Discriminação                | US\$ milhões |       |        |
|------------------------------|--------------|-------|--------|
|                              | 2007         | 2008  | Var. % |
| Total                        | 478,4        | 699,9 | 46,3   |
| Bens de capital              | 99,5         | 143,7 | 44,4   |
| Matérias-primas              | 236,6        | 338,3 | 43,0   |
| Naftas                       | 7,7          | 9,6   | 24,9   |
| Bens de consumo              | 63,5         | 90,2  | 42,1   |
| Duráveis                     | 32,6         | 51,3  | 57,3   |
| Automóveis de passageiros    | 12,0         | 21,6  | 79,5   |
| Não duráveis                 | 30,9         | 38,9  | 26,1   |
| Combustíveis e lubrificantes | 78,8         | 127,7 | 62,0   |
| Petróleo                     | 46,9         | 67,5  | 43,9   |

Fonte: MDIC/Secex

O exame das vendas externas médias nos onze primeiros meses do ano, considerados os setores da indústria, revela expansão generalizada em relação ao período correspondente do ano anterior, excetuando-se a redução observada nos segmentos madeira, 16,1%, e couros e calçados, 5,7%. Os seis setores mais representativos na pauta exportadora do país responderam, em conjunto, por 61,3% das exportações, com ênfase no aumento de 60,5% assinalado nas vendas de minérios, seguindo-se os referentes a soja, 59,3%; petróleo e derivados, 49,6%; carnes, 32,9%; produtos metalúrgicos, 23,7%; e material de transporte, 14,4%.

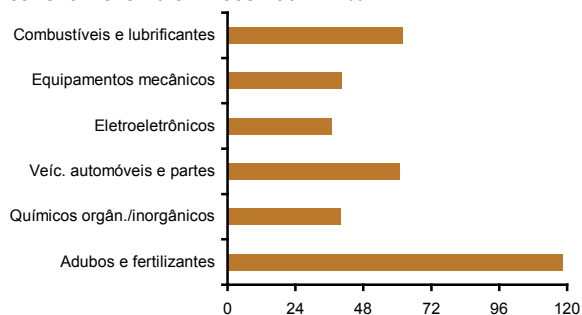
A média diária das importações cresceu 46,3% nos onze primeiros meses do ano, em relação ao período correspondente de 2007, impulsionada, em parte, pelo crescimento nas compras de combustíveis e lubrificantes, 62%, reflexo do patamar elevado dos preços do petróleo nos três primeiros trimestres do ano; e de 57,3% nas relativas a bens de consumo duráveis, em linha com o aumento de 79,5% observado na aquisição de automóveis.

As importações médias diárias de bens de capital elevaram-se 44,4% no período, com ênfase na expansão de 76,3% experimentada pelo segmento equipamentos móveis de transporte, evidenciando aquisições, de elevado valor unitário, de locomotivas e aviões. Ressalte-se, adicionalmente, o aumento nas compras de maquinaria industrial, 51,5%; partes e peças para bens de capital para a indústria, 31,8%; e máquinas e aparelhos de escritório e serviço científico, 31,7%.

As aquisições de matérias-primas e produtos intermediários, que representam 48,3% do total importado, aumentaram 43% no ano, impulsionadas pelo aumento nas compras de matérias-primas para agricultura, 109%, segmento que contempla adubos e fertilizantes; e de materiais de construção, 62,1%. As importações de bens de consumo não duráveis ampliaram-se 26,1%, no período, ressaltando-se a elevação nos itens produtos alimentícios, 37,3%, e têxteis, 29,7%.

De acordo com a Funcex, as quantidades e os preços das importações registraram aumento de 22,8% e 19,5%, respectivamente, nos primeiros onze meses do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior. A evolução das importações de bens de consumo duráveis e de bens de capital refletiu, em especial, a expansão de 50,6% e 37,1% observada no *quantum* das respectivas categorias, ante aumento, na mesma ordem, de 6,9% e 8,9% nos preços.

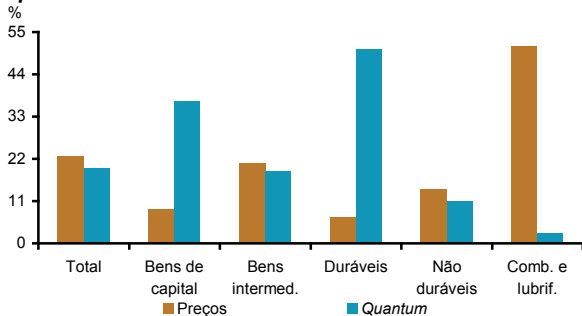
**Gráfico 5.3 – Importações por principais setores**  
Janeiro-Novembro – 2008/2007<sup>1/</sup> – %



Fonte: MDIC/Secex

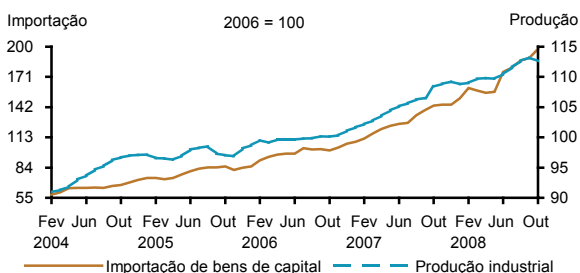
1/ Variação do valor sobre igual período do ano anterior.

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



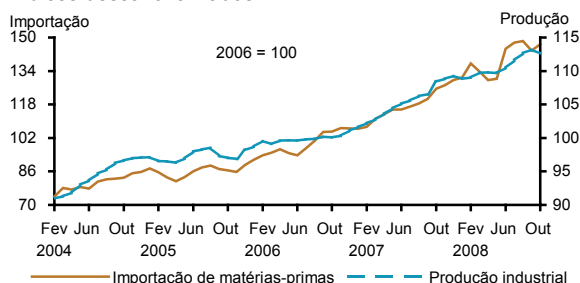
Fonte: Funcex

**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-novembro

| Discriminação     | US\$ milhões |      |        |            |      |        |       |      |
|-------------------|--------------|------|--------|------------|------|--------|-------|------|
|                   | Exportação   |      |        | Importação |      |        | Saldo |      |
|                   | 2007         | 2008 | Var. % | 2007       | 2008 | Var. % | 2007  | 2008 |
| Total             | 637          | 797  | 25,2   | 478        | 700  | 46,3   | 158   | 97   |
| Aladi             | 144          | 173  | 20,1   | 81         | 110  | 36,0   | 63    | 63   |
| Mercosul          | 69           | 89   | 28,6   | 45         | 60   | 32,5   | 23    | 28   |
| Argentina         | 57           | 72   | 26,1   | 41         | 54   | 31,7   | 17    | 19   |
| Demais            | 12           | 16   | 41,2   | 5          | 7    | 40,1   | 7     | 10   |
| Demais            | 75           | 84   | 12,3   | 35         | 50   | 40,6   | 40    | 35   |
| EUA <sup>1/</sup> | 100          | 112  | 11,6   | 76         | 103  | 35,9   | 25    | 9    |
| UE                | 160          | 187  | 17,2   | 107        | 146  | 37,0   | 53    | 41   |
| Europa Or.        | 17           | 23   | 36,1   | 11         | 22   | 102,5  | 6     | 1    |
| Ásia              | 101          | 152  | 51,3   | 122        | 191  | 56,8   | -22   | -39  |
| China             | 44           | 68   | 55,0   | 50         | 81   | 61,8   | -6    | -13  |
| Outros            | 57           | 84   | 48,5   | 72         | 111  | 53,4   | -15   | -26  |
| Demais            | 115          | 150  | 30,1   | 82         | 128  | 55,0   | 33    | 22   |

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

As compras de bens de consumo não-duráveis traduziram elevação de 11,1% no *quantum* importado e de 14% nos preços, e as relacionadas a matérias-primas e produtos intermediários refletiram taxas de expansão de 18,8% e 20,9%, respectivamente. A trajetória das compras de combustíveis e lubrificantes decorreu de expansão de 51,3% nos preços e de 2,6% na quantidade importada.

A análise setorial revela crescimento generalizado das médias diárias das compras externas nos primeiros onze meses do ano, em relação ao mesmo período do ano anterior, ressaltando-se o desempenho dos segmentos adubos e fertilizantes, 118%; combustíveis e lubrificantes, 62%; veículos automóveis e partes, 60,9%; equipamentos mecânicos, 40,4%; químicos orgânicos e inorgânicos 40,2%; e eletroeletrônicos, 36,7%.

A corrente de comércio externo do país com os principais blocos e regiões aumentou nos onze primeiros meses de 2008, ante igual período no ano anterior, e o recuo de 38,6% registrado no superávit comercial, que atingiu média diária de US\$97 milhões, refletiu a ocorrência de redução generalizada nos saldos comerciais, à exceção do crescimento de 21% no superávit com o Mercado Comum do Sul (Mercosul).

A União Européia e a Associação Latino-Americana de Integração (Aladi) se constituíram nos principais destinos dos produtos brasileiros, absorvendo, na ordem, 23,5% e 21,7% das exportações do país, e a participação dos EUA, principal importador individual, seguiu em trajetória declinante e situou-se em 14,1%, recuando 1,7 p.p. em relação à assinalada nos onze primeiros meses de 2007. A média diária das vendas destinadas à China cresceu 55% no período, aumentando seu *market-share* em 1,6 p.p., para 8,5%, apenas 0,5 p.p. inferior ao referente à Argentina, segundo maior país comprador. Na mesma base de comparação, as médias diárias das exportações à Ásia e à Aladi cresceram 51,3% e 20,1%, respectivamente, com destaque para a expansão de 28,6% nas vendas direcionadas ao Mercosul.

A segmentação das importações brasileiras por países e regiões evidencia continuidade do processo de concentração das compras originárias da Ásia, principal região fornecedora ao país, cuja participação cresceu 1,8 p.p. nos onze primeiros meses de 2008, respondendo por 27,4% do total das importações totais, com ênfase no aumento de 61,8% nas aquisições à China, responsável por 11,6% das compras realizadas pelo país. Ressalte-se, ainda, a expansão

de 36% nas importações procedentes dos países membros da Aladi, resultado de elevação de 32,5% nas aquisições originárias dos países membros do Mercosul e de 40,1% naquelas provenientes dos países que não fazem parte desse bloco. As importações procedentes da Europa Oriental cresceram 102% no ano, representando 3,1% do total.

## 5.3 Serviços e renda

O deficit em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$26,3 bilhões em novembro, 1,67% do PIB, ante superávit de US\$2,6 bilhões, 0,20% do PIB, no período correspondente de 2007, reversão associada aos processos de redução do saldo comercial e de aceleração do deficit nas contas de serviços e rendas, em ambiente de crescimento das remessas líquidas de lucros e dividendos.

Considerados os onze primeiros meses do ano, o deficit atingiu US\$25,8 bilhões, ante superávit de US\$2,2 bilhões em igual período de 2007, resultado decorrente da redução de 38,3% no superávit comercial e de aumento de 28,6% e de 41,9% nas remessas líquidas de serviços e de rendas, respectivamente, que somaram, na ordem, US\$15,3 bilhões e US\$36,7 bilhões, de janeiro a novembro de 2008.

As receitas relativas a viagens internacionais atingiram US\$5,3 bilhões, e as despesas, US\$10,3 bilhões, apresentando crescimento de 17,2% e 39%, respectivamente, em relação aos onze primeiros meses de 2007. As despesas líquidas totalizaram US\$5,1 bilhões, elevando-se US\$2,1 bilhões no período, evolução consistente com o aumento registrado na renda disponível e com a trajetória de depreciação da taxa de câmbio até o agravamento da crise internacional. Considerados doze meses, até novembro, a conta apresentou saídas líquidas de US\$5,4 bilhões, 76,2% superiores às registradas no período correspondente de 2007, traduzindo crescimento de 17,1% nas receitas e de 39,9% nas despesas, que atingiram, na ordem, US\$5,7 bilhões e de US\$11,1 bilhões.

No ano, até novembro, observou-se aceleração nas remessas líquidas de lucros e dividendos e redução nas despesas líquidas de juros. Em relação às primeiras, ocorreram saídas líquidas de US\$30,7 bilhões, representando elevação de 59,1% em relação ao período correspondente de 2007, com ênfase no crescimento de 55% e 61,9% nas despesas brutas relacionadas a investimentos estrangeiros diretos e em carteira, respectivamente. Considerados doze

Tabela 5.6 – Transações correntes

| Discriminação            | US\$ bilhões |             |       |      |             |                   |                   |
|--------------------------|--------------|-------------|-------|------|-------------|-------------------|-------------------|
|                          | 2007         |             |       | 2008 |             |                   | 2009              |
|                          | Nov          | Jan-<br>Nov | Ano   | Nov  | Jan-<br>Nov | Ano <sup>1/</sup> | Ano <sup>1/</sup> |
| Transações correntes     | -1,3         | 2,2         | 1,7   | -1,0 | -25,8       | -29,6             | -25,0             |
| Balança comercial        | 2,0          | 36,4        | 40,0  | 1,6  | 22,5        | 23,5              | 14,0              |
| Exportações              | 14,1         | 146,4       | 160,6 | 14,8 | 184,1       | 200,0             | 193,0             |
| Importações              | 12,0         | 110,0       | 120,6 | 13,1 | 161,7       | 176,5             | 179,0             |
| Serviços                 | -1,2         | -11,9       | -13,1 | -1,3 | -15,3       | -16,4             | -13,0             |
| Transportes              | -0,4         | -3,9        | -4,2  | -0,4 | -5,0        | -5,5              | -7,0              |
| Viagens internacionais   | -0,4         | -2,9        | -3,3  | -0,1 | -5,1        | -5,2              | -1,5              |
| Computação e inform.     | -0,1         | -1,9        | -2,1  | -0,1 | -2,4        | -2,5              | -2,7              |
| Aluguel equipamentos     | -0,6         | -5,3        | -5,8  | -0,8 | -6,6        | -7,1              | -6,8              |
| Demais                   | 0,2          | 2,1         | 2,3   | 0,2  | 3,7         | 3,9               | 5,0               |
| Rendas                   | -2,4         | -25,9       | -29,3 | -1,8 | -36,7       | -40,9             | -28,5             |
| Juros                    | -0,3         | -7,0        | -7,3  | -0,5 | -6,5        | -7,6              | -9,0              |
| Lucros e dividendos      | -2,1         | -19,3       | -22,4 | -1,4 | -30,7       | -33,7             | -20,0             |
| Salários e ordenados     | 0,0          | 0,4         | 0,4   | 0,1  | 0,5         | 0,5               | 0,5               |
| Transferências correntes | 0,3          | 3,6         | 4,0   | 0,4  | 3,8         | 4,1               | 2,5               |

1/ Projeção.

meses encerrados em novembro, as remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$33,8 bilhões, sendo as saídas brutas referentes a IED correspondentes a US\$26,4 bilhões, impulsionadas pelas remessas dos segmentos cujas matrizes foram diretamente afetadas por períodos de baixa rentabilidade no exterior ou pelas turbulências observadas no mercado financeiro internacional. As remessas relacionadas aos segmentos veículos automotores, metalurgia e serviços financeiros se constituíram nas mais significativas e somaram, em conjunto, US\$11,5 bilhões, representando aproximadamente 50% das saídas de lucros e dividendos de IED nos onze primeiros meses de 2008.

As despesas líquidas com juros, consistentes com a trajetória do endividamento externo e com o volume das reservas internacionais, totalizaram US\$6,5 bilhões nos onze primeiros meses do ano, recuando 7,1% em relação ao período correspondente de 2007. As receitas brutas com juros aumentaram 4,2%, na mesma base de comparação, evolução compatível com a ampliação de ativos brasileiros no exterior, especialmente no que se refere ao crescimento das reservas internacionais, cuja remuneração cresceu 16,7% no período, atingindo US\$6,6 bilhões, e os pagamentos brutos de juros permaneceram estáveis. As despesas líquidas com juros somaram US\$6,8 bilhões nos doze meses encerrados em novembro, reduzindo-se 14,6% em relação a igual período de 2007, reflexo, em especial, da remuneração de US\$7,3 bilhões relativa às reservas internacionais, 21,6% superior à registrada no mesmo intervalo de 2007.

As transferências unilaterais líquidas somaram US\$3,8 bilhões nos onze primeiros meses de 2008, elevando-se 5,5% em relação ao período equivalente do ano anterior. Considerados doze meses encerrados em novembro, esses ingressos líquidos cresceram 7,6%. Ressalte-se, nas mesmas bases de comparação, a redução de 3,8% e 5,5%, respectivamente, observada nas remessas para manutenção de residentes, acumulando, na ordem, US\$2,1 bilhão e US\$2,2 bilhões.

## 5.4 Conta financeira

A conta financeira do balanço de pagamentos apresentou déficit de US\$6 bilhões em novembro, acumulando superávit de US\$34,9 bilhões no ano. Os investimentos brasileiros diretos no exterior, evidenciando a continuidade do processo de internacionalização das empresas brasileiras, apresentaram saída líquida

**Tabela 5.7 – Conta financeira**

| Discriminação             | US\$ bilhões |             |       |      |             |                   |                   |
|---------------------------|--------------|-------------|-------|------|-------------|-------------------|-------------------|
|                           | 2007         |             |       | 2008 |             |                   | 2009              |
|                           | Nov          | Jan-<br>Nov | Ano   | Nov  | Jan-<br>Nov | Ano <sup>1/</sup> | Ano <sup>1/</sup> |
| Conta financeira          | 8,1          | 84,4        | 88,2  | -6,0 | 34,9        | 35,1              | 42,3              |
| Investimentos diretos     | 0,1          | 30,4        | 27,5  | 0,5  | 19,6        | 23,4              | 30,0              |
| Brasileiros no exterior   | -2,4         | -3,3        | -7,1  | -1,7 | -17,3       | -17,0             | 0,0               |
| Estrangeiros no país      | 2,5          | 33,7        | 34,6  | 2,2  | 36,9        | 40,0              | 30,0              |
| Participação              | 2,3          | 24,8        | 26,1  | 1,4  | 24,1        | 26,7              | 30,0              |
| Intercompanhias           | 0,2          | 8,9         | 8,5   | 0,8  | 12,8        | 13,7              | 0,0               |
| Investimentos em carteira | -1,2         | 39,7        | 48,4  | -4,2 | 5,4         | 0,1               | -7,9              |
| Ativos                    | -0,2         | -1,2        | 0,3   | 0,3  | 0,8         | 0,0               | 0,0               |
| Passivos                  | -1,0         | 40,9        | 48,1  | -4,5 | 4,6         | 0,1               | -7,9              |
| Derivativos               | -0,1         | -0,5        | -0,7  | 0,0  | -0,3        | 0,0               | 0,0               |
| Outros investimentos      | 9,3          | 14,8        | 13,0  | -2,3 | 10,2        | 11,6              | 20,3              |
| Ativos                    | 3,6          | -19,8       | -18,6 | 0,0  | -11,4       | -6,3              | 16,0              |
| Passivos                  | 5,7          | 34,7        | 31,5  | -2,3 | 21,6        | 17,0              | 4,2               |

1/ Projeção.

**Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP**

Itens selecionados

| Discriminação                                       | US\$ bilhões |             |      |      |             |                   |                   |
|---|--------------|-------------|------|------|-------------|-------------------|-------------------|
|   | 2007         |             |      | 2008 |             |                   | 2009              |
|   | Nov          | Jan-<br>Nov | Ano  | Nov  | Jan-<br>Nov | Ano <sup>1/</sup> | Ano <sup>1/</sup> |
| Capitais de médio e longo prazos                    | 1,0          | 22,5        | 24,3 | 0,5  | 12,4        | 13,2              | 10,7              |
| Bônus púb.  | 0,0          | 2,9         | 2,9  | 0,0  | 0,5         | 0,5               | 0,0               |
| Tít. privados                                       | 0,7          | 14,1        | 15,4 | 0,3  | 6,7         | 7,3               | 6,2               |
| Emp. diretos  | 0,4          | 5,5         | 6,0  | 0,2  | 5,2         | 5,4               | 4,6               |
| Empréstimos de c. prazo (líq.) <sup>2/</sup>        | 2,2          | 17,4        | 13,8 | -2,7 | 2,1         | 2,0               | 0,0               |
| Tít. de curto prazo (líq.)                          | 0,0          | 4,6         | 3,7  | -1,2 | -0,8        | -0,9              | 0,0               |
| Portfolio (líq.)                                    | -0,5         | 35,9        | 45,1 | -2,1 | 4,9         | 2,7               | -3,0              |
| Taxas de rolagem para o setor privado <sup>3/</sup> |              |             |      |      |             |                   |                   |
| Total:  | 211%         | 114%        | 109% | 22%  | 129%        | 100%              | 75%               |
| Títulos priv.                                       | 187%         | 233%        | 186% | 21%  | 106%        | 79%               | 75%               |
| Emp. Diretos  | 273%         | 49%         | 52%  | 25%  | 180%        | 154%              | 75%               |

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.

de US\$17,3 bilhões nos primeiros onze meses de 2008, dos quais US\$10,9 bilhões referem-se à participação no capital, e US\$6,4 bilhões, à concessão líquida de empréstimos intercompanhia.

Os ingressos líquidos de IED somaram US\$36,9 bilhões nos primeiros onze meses do ano, registrando-se ingressos líquidos em participação no capital de US\$24,1 bilhões e empréstimos intercompanhias de US\$12,8 bilhões. Os ingressos líquidos de IED acumulados em doze meses atingiram US\$37,8 bilhões em novembro, equivalendo a 2,41% do PIB.

Os investimentos estrangeiros em *portfolio*, em linha com o agravamento da crise econômica mundial e com os conseqüentes aumentos das incertezas e da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, foram deficitários em US\$4,5 bilhões em novembro, totalizando ingressos líquidos de US\$4,6 bilhões nos onze primeiros meses do ano. Desse total, ocorreram saídas líquidas de US\$9,9 bilhões, relativas a investimentos estrangeiros em ações de companhias brasileiras negociadas no país, que, após registrarem significativos ingressos líquidos de março a maio, têm apresentado remessas líquidas desde junho. As receitas líquidas relativas ao segmento de títulos de renda fixa negociados no país somaram US\$14,8 bilhões no ano. Ressalta-se que esses fluxos, evidenciando a deterioração dos mercados financeiros, apresentaram saídas líquidas de US\$1,7 bilhão em outubro e de US\$300 milhões em novembro.

Os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no exterior apresentaram amortização líquida de US\$3,6 bilhões nos onze primeiros meses de 2008. Contemplando o programa de recompras do Tesouro Nacional, os bônus de médio e longo prazos totalizaram amortização líquida de US\$3,5 bilhões, dos quais US\$3,2 bilhões são relativos ao valor de face dos títulos, e US\$290 milhões, ao ágio dessas operações.

A amortização líquida relacionada aos títulos privados de médio e longo prazos atingiu US\$1,2 bilhão em novembro, acumulando desembolso líquido de US\$138 milhões nos onze primeiros meses do ano, período em que os títulos de curto prazo apresentaram amortização líquida de US\$756 milhões.

Os outros investimentos brasileiros registraram saída líquida de US\$8 milhões, em novembro, acumulando elevação de haveres no exterior de US\$11,4 bilhões, no ano,

resultado de constituição de depósitos de bancos brasileiros no exterior, US\$4 bilhões, e de depósitos dos demais setores no exterior de US\$4,9 bilhões, além da concessão líquida de US\$3,9 bilhões de empréstimos de médio e longo prazos a não residentes.

Os outros investimentos estrangeiros apresentaram saídas líquidas de US\$2,3 bilhões em novembro, acumulando ingressos líquidos de US\$21,6 bilhões no ano. Desagregando esse resultado, o crédito comercial de curto prazo respondeu por ingressos líquidos de US\$807 milhões no mês e de US\$8,3 bilhões nos onze primeiros meses do ano. Os empréstimos de médio e longo prazos somaram amortizações líquidas de US\$389 milhões em novembro e desembolsos líquidos de US\$12,2 bilhões no ano, e os empréstimos de curto prazo registraram saídas líquidas de US\$2,7 bilhões e desembolsos líquidos de US\$2,1 bilhões no ano.

O impacto da reversão do cenário econômico internacional sobre o canal do crédito motivou a atuação do Banco Central no mercado de câmbio, visando adequar as condições de liquidez em moeda estrangeira. Nesse contexto, as intervenções de venda no mercado a vista, totalizaram US\$1,7 bilhão em novembro, sem, contudo, sinalizar nenhuma alteração na postura da autoridade monetária de não influenciar a trajetória nem definir pisos ou tetos para a taxa de câmbio nominal. Além disso, foram anunciadas modalidades novas, vinculadas, especificamente, ao fornecimento de linhas para o setor bancário. O Banco Central passou a ofertar dólares com compromisso de recompra, modalidade que somou liquidações de US\$1 bilhão em setembro, de US\$3,5 bilhões em outubro e de US\$5,7 bilhões em novembro. Foram instituídos empréstimos em moeda estrangeira contra garantias, cujos recursos devem ser integralmente repassados ao financiamento de exportações. O primeiro leilão, garantido por bônus soberanos brasileiros, atingiu US\$1,5 bilhão. Em novembro, foram realizados três leilões, nos quais a concessão de empréstimos foi garantida por operações de comércio exterior, que somaram US\$3,4 bilhões, liquidadas em dezembro.

Contemplando os estoques das novas operações descritas anteriormente, as reservas internacionais, no conceito de liquidez, cresceram US\$26 bilhões de janeiro a novembro de 2008, totalizando US\$206,4 bilhões. O Banco Central efetuou compra líquida de US\$691 milhões no mercado doméstico de câmbio. Entre as operações externas, sobressaíram os desembolsos de US\$525 milhões em bônus da República e de US\$766 milhões provenientes

**Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas**

| Discriminação                           | US\$ bilhões |       |         |                   |         |                   |
|---|--------------|-------|---------|-------------------|---------|-------------------|
|   | 2007         |       | 2008    |                   | 2009    |                   |
|   | Jan-Nov      | Ano   | Jan-Nov | Ano <sup>1/</sup> | Jan-Nov | Ano <sup>1/</sup> |
| Posição de reservas no período anterior | 85,8         | 85,8  | 180,3   | 180,3             | 194,1   |                   |
| Compras líquidas do Bacen               | 76,3         | 78,6  | 0,7     | -0,3              | 12,7    |                   |
| Spot                                    | 76,3         | 78,6  | 12,4    | 12,4              | -       |                   |
| Linhas com recompra                     | -            | -     | -10,2   | -7,8              | 7,8     |                   |
| Empréstimos em m.e.                     | -            | -     | -1,5    | -4,9              | 4,9     |                   |
| Serviço da dívida (líquido)             | -8,4         | -7,8  | -0,9    | -0,5              | -0,9    |                   |
| Juros                                   | 0,9          | 1,5   | 2,3     | 2,7               | 1,0     |                   |
| Receita                                 | 5,7          | 6,3   | 6,6     | 7,1               | 5,2     |                   |
| Despesa                                 | -4,8         | -4,9  | -4,3    | -4,4              | -4,2    |                   |
| Amortização                             | -9,2         | -9,3  | -3,2    | -3,2              | -1,9    |                   |
| Desembolsos                             | 2,9          | 2,9   | 1,3     | 1,3               | -       |                   |
| Organismos multilaterais                | -            | -     | 0,8     | 0,8               | -       |                   |
| Bônus da República                      | 2,9          | 2,9   | 0,5     | 0,5               | -       |                   |
| Demais <sup>2/</sup>                    | 6,6          | 6,9   | 5,7     | 5,7               | -       |                   |
| Compras do Tesouro Nacional             | 13,9         | 14,0  | 7,5     | 7,6               | 6,0     |                   |
| Variação de haveres                     | 91,2         | 94,5  | 14,3    | 13,8              | 17,9    |                   |
| Posição de reservas – Caixa             | 177,1        | 180,3 | 194,7   | 194,1             | 212,0   |                   |
| Saldo de linhas com recompra            | -            | -     | 10,2    | 7,8               | -       |                   |
| Saldo de empréstimo em m.e.             | -            | -     | 1,5     | 4,9               | -       |                   |
| Posição das reservas – Líquide          | 177,1        | 180,3 | 206,4   | 206,8             | 212,0   |                   |

1/ Projeção.

2/ Compreende pagamentos e recebimentos do Convênio de Créditos Recíprocos (CCR), flutuação nos preços dos papéis, variação na paridade das moedas e preço do ouro, ágio e deságio, pagamento de comissões e liberação de garantias colaterais.



## Crise Financeira Internacional – Atuação do governo brasileiro no fornecimento de liquidez em moeda estrangeira

---

O agravamento da crise financeira internacional decorrente da falência do banco *Lehman Brothers*, em meados de setembro, impactou significativamente a oferta de linhas de financiamento internacionais, bem como custos e prazos do crédito remanescente. Esse cenário, somado ao aumento da aversão ao risco e à necessidade de investidores estrangeiros no país cobrirem perdas em sua matriz, provocou ocorrência de expressivas saídas líquidas no mercado cambial doméstico em outubro e novembro, com reflexos sobre o patamar e a volatilidade da taxa de câmbio.

Nesse ambiente, ressaltando o caráter temporário das medidas e reafirmando o compromisso da instituição com a política de câmbio flutuante, o Banco Central passou a atuar no mercado cambial a partir de 18 de setembro, quando anunciou leilões de linhas com recompra. Em 10 de outubro, reforçando que o provimento de liquidez em moeda estrangeira destina-se à normalização do mercado doméstico, o Banco Central esclareceu a inexistência de limites previamente fixados para sua atuação.

Entre as medidas instituídas para atender as demandas de liquidez em moeda estrangeira, encontram-se o retorno das intervenções de venda no mercado à vista de câmbio; as mencionadas linhas com recompra, que se constituem em leilões de venda de moeda estrangeira conjugados com compromisso de recompra futura; e a instituição da modalidade de empréstimos em Moeda Estrangeira (ME), garantidos por títulos soberanos negociados no mercado internacional ou por operações de exportação, cujos recursos devem ser destinados ao financiamento de exportações.

**Tabela 1 – Fornecimento de liquidez em moeda estrangeira**

Posição até 1.12.2008

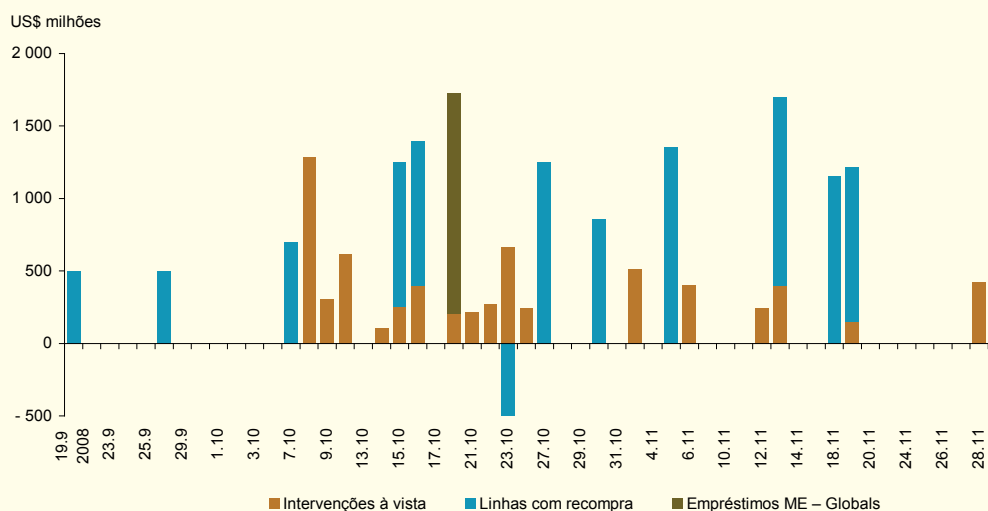
|                                    | US\$ milhões  |
|------------------------------------|---------------|
| <b>Medidas para liquidez em ME</b> |               |
| Intervenções à vista               | 6 698         |
| Linhas com recompra                | 10 690        |
| Empréstimos em ME – Globals        | 1 519         |
| Empréstimos em ME – ACC/ACE        | 0             |
| <b>Total</b>                       | <b>18 907</b> |
| <b>Valores recomprados</b>         |               |
| Linhas com recompra                | - 500         |
| Empréstimos em ME – Globals        | 0             |
| Empréstimos em ME – ACC/ACE        | 0             |
| <b>Total de recompras</b>          | <b>- 500</b>  |
| <b>Total líquido</b>               | <b>18 407</b> |

A Tabela 1 resume as operações efetivamente realizadas até 1º de dezembro, e, nos gráficos 1 e 2, encontram-se os valores diários das medidas contratadas, por modalidade, e o acumulado no período. A seguir, são enumeradas as medidas anunciadas e detalhados seus impactos até novembro.

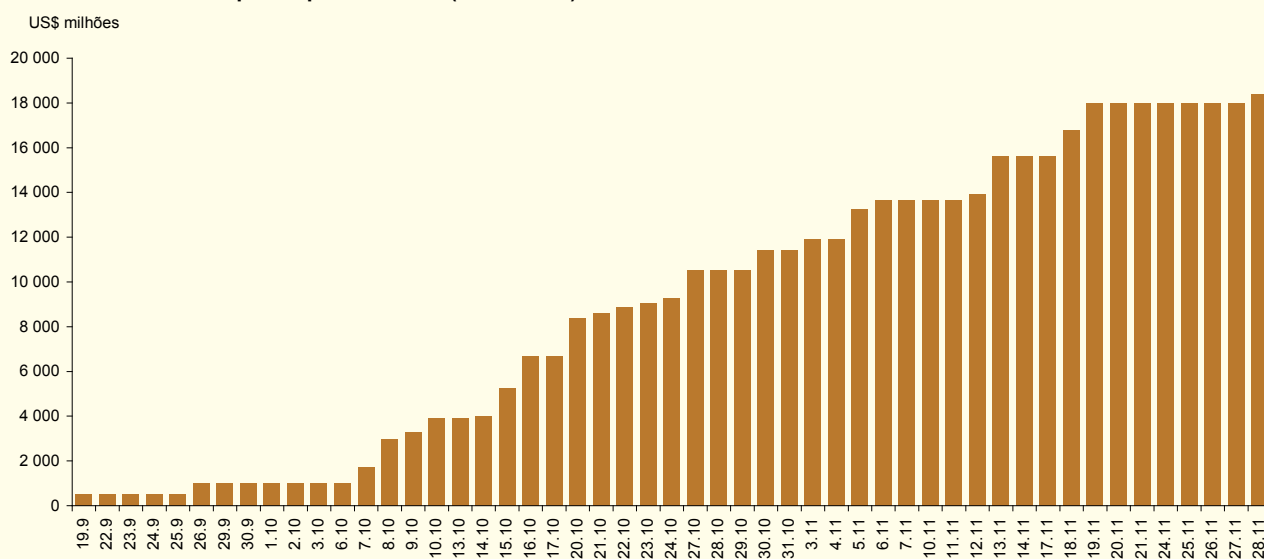
## 1) Empréstimo em ME

Em 6 de outubro de 2008, foi editada a Medida Provisória (MP) nº 442, que autorizou o Conselho Monetário Nacional (CMN) a estabelecer critérios e condições especiais para avaliação e aceitação de ativos recebidos pelo Banco Central como garantia das operações de empréstimo em ME.

**Gráfico 1 – Medidas para liquidez em ME**



**Gráfico 2 – Medidas para liquidez em ME (acumulado)**



De acordo com a MP nº 442/2008, essas garantias deverão ser denominadas ou referenciadas na mesma moeda em que for concedido o empréstimo e que, em caráter complementar, poderão ser aceitas outras garantias, como títulos públicos. Em caso de inadimplemento, essas garantias poderão ser alienadas em oferta pública, com apropriação pelo Banco Central do resultado de seu balanço.

Em 9 de outubro de 2008, o CMN editou a Resolução nº 3.622, que regulou os empréstimos em ME. Esses empréstimos foram limitados a 360 dias, incluídas as renovações, ao custo de Libor acrescido de percentual fixado pelo Banco Central conforme as condições de mercado. As garantias foram definidas em duas modalidades, a saber: i) títulos soberanos denominados em dólares emitidos pelo Brasil ou países com *rating* igual ou superior a A; e ii) Adiantamento sobre Contratos de Câmbio (ACC), Adiantamento sobre Cambiais Entregues (ACE), e outros financiamentos externos. Em seguida, pela Resolução nº 3.624, de 16 de outubro de 2008, o CMN especificou que cabe ao Banco Central a determinação de que os recursos sejam direcionados, total ou parcialmente, a operações de comércio exterior.

Até primeiro de dezembro, foram efetuados um leilão de empréstimos em ME com garantias em títulos soberanos brasileiros (*Globals*) e três com garantias em ACC/ACE. Em relação a esses últimos, a operacionalidade do leilão prevê que, a partir do seu resultado, seja feita, inicialmente, uma

**Tabela 2 – Empréstimos em moeda estrangeira – Globals**

| Data leilão  | Liquidações |             | Taxa de corte | Propostas aceitas | Valor US\$ milhões |              |
|--------------|-------------|-------------|---------------|-------------------|--------------------|--------------|
|              | Empréstimo  | Amortização |               |                   |                    |              |
| 20.10.2008   | 27.10.2008  | 20.4.2009   | 175           | Libor+0,11%       | 2                  | 1 000        |
| 20.10.2008   | 28.10.2008  | 20.4.2009   | 174           | Libor+0,11%       | 1                  | 500          |
| 20.10.2008   | 4.11.2008   | 20.4.2009   | 167           | Libor+0,11%       | 1                  | 19           |
| <b>TOTAL</b> |             |             |               |                   | <b>4</b>           | <b>1 519</b> |

**Tabela 3 – Empréstimos em moeda estrangeira – ACC/ACE**

| Data leilão  | Liquidações |             | Taxa de corte | Propostas aceitas | Valor US\$ milhões |          |
|--------------|-------------|-------------|---------------|-------------------|--------------------|----------|
|              | Empréstimo  | Amortização |               |                   |                    |          |
| 5.11.2008    | 8.12.2008   | 8.5.2009    | 151           | Libor+1%          | 18                 | ...      |
| 13.11.2008   | 17.12.2008  | 12.11.2009  | 330           | Libor+1,5%        | 12                 | ...      |
| 18.11.2008   | 19.12.2008  | 13.11.2009  | 329           | Libor+1,1%        | 9                  | ...      |
| <b>TOTAL</b> |             |             |               |                   | <b>39</b>          | <b>0</b> |

operação de linhas com recompra, com prazo de aproximadamente trinta dias. Durante esse período, os bancos adquirem *funding* para realizar operações de ACC/ACE, e o montante efetivo recebido sob a forma de empréstimo em ME será, nesse caso, igual às operações de comércio exterior que o banco efetivamente ofertou. Os montantes ofertados atingiram US\$5,3 bilhões, dos quais US\$1,5 bilhão foram provenientes do leilão contra *Globals*, e US\$3,8 bilhões, dos de ACC/ACE. Ressalte-se que esse último valor refere-se ao resultado dos leilões, já que esses empréstimos só serão concedidos em 8, 17 e 19 de dezembro, respectivamente.

## 2) Linhas com recompra

Em 18 de setembro, o Presidente do Banco Central anunciou que a Instituição passaria a vender dólares, no mercado à vista, em leilão com *dealers*, com compromisso de recomprá-los em data pré-definida. Operacionalmente, divulgado o resultado do leilão, cuja compra é limitada a 25% do total para cada *dealer*, são celebrados contratos de câmbio de compra e de venda, nos mesmos valores, com liquidações para D+2 (venda) e data estabelecida (compra). Ressalte-se que, com a publicação da Circular nº 3.412, de 13 de outubro, o banco comprador da ME terá liberação de compulsório sobre Depósitos Interfinanceiros *Leasing* no montante do equivalente em reais e pelo prazo da operação, tornando essa operação, se realizada

**Tabela 4 – Linhas com recompra**

| Data leilão  | Liquidações |            | Valor<br>US\$ milhões |               |
|--------------|-------------|------------|-----------------------|---------------|
|              | Venda       | Compra     |                       |               |
| 19.9.2008    | 23.9.2008   | 23.10.2008 | 30                    | 500           |
| 26.9.2008    | 30.9.2008   | 19.12.2008 | 80                    | 500           |
| 7.10.2008    | 9.10.2008   | 7.1.2009   | 90                    | 700           |
| 15.10.2008   | 17.10.2008  | 15.1.2009  | 90                    | 1 000         |
| 16.10.2008   | 20.10.2008  | 20.4.2009  | 182                   | 1 000         |
| 27.10.2008   | 29.10.2008  | 2.1.2009   | 65                    | 750           |
| 27.10.2008   | 29.10.2008  | 2.2.2009   | 96                    | 500           |
| 30.10.2008   | 3.11.2008   | 2.2.2009   | 91                    | 860           |
| 5.11.2008    | 7.11.2008   | 8.12.2008  | 31                    | 1 353         |
| 13.11.2008   | 17.11.2008  | 17.12.2008 | 30                    | 1 302         |
| 18.11.2008   | 20.11.2008  | 19.12.2008 | 29                    | 1 155         |
| 19.11.2008   | 21.11.2008  | 2.1.2009   | 42                    | 110           |
| 19.11.2008   | 21.11.2008  | 2.2.2009   | 73                    | 130           |
| 19.11.2008   | 21.11.2008  | 2.3.2009   | 101                   | 830           |
| <b>TOTAL</b> |             |            |                       | <b>10 690</b> |

a partir daquela data, neutra em relação à liquidez em moeda nacional. Os detalhes de cada leilão, que totalizaram US\$10,7 bilhões, encontram-se na Tabela 4. Observe-se que já houve a recompra dos US\$500 milhões referentes ao primeiro leilão, e que os leilões de 5, 13 e 18 de outubro foram os de empréstimos em ME contra ACC/ACE, cuja primeira etapa prevê realização de linhas com recompra.

**Tabela 5 – Intervenções de venda a vista**

| Data leilão  | Liquidações | Valor<br>US\$ milhões |
|--------------|-------------|-----------------------|
| 8.10.2008    | 10.10.2008  | 1 287                 |
| 9.10.2008    | 14.10.2008  | 307                   |
| 10.10.2008   | 15.10.2008  | 620                   |
| 14.10.2008   | 16.10.2008  | 102                   |
| 15.10.2008   | 17.10.2008  | 250                   |
| 16.10.2008   | 20.10.2008  | 398                   |
| 20.10.2008   | 22.10.2008  | 210                   |
| 21.10.2008   | 23.10.2008  | 218                   |
| 22.10.2008   | 24.10.2008  | 270                   |
| 23.10.2008   | 27.10.2008  | 662                   |
| 24.10.2008   | 28.10.2008  | 245                   |
| 3.11.2008    | 5.11.2008   | 511                   |
| 6.11.2008    | 10.11.2008  | 403                   |
| 12.11.2008   | 14.11.2008  | 243                   |
| 13.11.2008   | 17.11.2008  | 400                   |
| 19.11.2008   | 21.11.2008  | 152                   |
| 28.11.2008   | 2.12.2008   | 421                   |
| <b>TOTAL</b> |             | <b>6 698</b>          |

### 3) Intervenções de venda

O Banco Central tem, adicionalmente, realizado leilões de venda de dólares no mercado a vista de câmbio. Essas operações destinam-se a fornecer liquidez em momentos pontuais, nos quais os mercados financeiros domésticos enfrentam significativa escassez de moeda estrangeira. Permanecem observados os princípios de não influir na trajetória da taxa de câmbio, de não fixar pisos ou tetos para essa taxa e de não adicionar volatilidade ao mercado. Obviamente, essas operações contraem a liquidez em moeda nacional no montante equivalente ao que expandem a liquidez em moeda estrangeira. Essas operações totalizaram, até novembro de 2008, US\$6,7 bilhões.

### 4) Swap de moedas com o *Federal Reserve*

Em 29 de outubro, o Banco Central e o Fed divulgaram acordo para troca de moedas no montante total equivalente a até US\$30 bilhões, com prazo até o final de abril de 2009. Esse *swap*, que o Fed já havia estabelecido com diversos bancos centrais de países desenvolvidos, visa oferecer linhas externas em dólares a outros países, cujos mercados financeiros experimentem escassez de financiamento internacional denominado naquela moeda. Na mesma data, prazos e montantes, o Fed também acordou procedimentos iguais com os bancos centrais do México, da Coréia do Sul e de Cingapura. É relevante ressaltar que essa medida incorporou países selecionados como sistemicamente importantes e com políticas macroeconômicas consistentes, e que a medida não implica condicionalidades para a política econômica doméstica. O Banco Central ainda não fez uso dessa disponibilidade.

Tabela sumário das medidas governamentais recentes para o provimento de liquidez em ME

| Data       | Normativo                | Descrição sumária  | Impacto ocorrido/estimado  |
|------------|--------------------------|--|--|
| 6.10.2008  | Medida Provisória nº 442 | Possibilita ao CMN estabelecer critérios para aceitação de ativos pelo Banco Central em garantia de empréstimos em ME.<br>Nas operações de empréstimo em ME, o Banco Central está autorizado a liberar o valor da operação na mesma ME em que denominados ou referenciados os ativos recebidos em garantia.<br>Em caráter complementar, poderão ser aceitas garantias reais ou fidejussórias.<br>Em caso de inadimplemento, o Banco Central pode alienar os ativos em oferta pública, com incorporação desse resultado ao seu balanço.<br>Afasta exigências de regularidade fiscal, exceto seguridade social (CF art.195, § 3º), por um ano.   | Não há limites fixados para a atuação nos mercados cambiais (conforme nota à imprensa de 18.9) |
| 9.10.2008  | Resolução nº 3.622       | Estabelece critérios para aceitação de ativos pelo Banco Central em garantia de operações de empréstimos em ME.<br>Operações serão realizadas exclusivamente com bancos, por solicitação dos bancos e a exclusivo critério do Banco Central.<br>O prazo das operações, com as renovações, será de 360 dias.<br>Nas operações de empréstimo em ME, o custo será taxa Libor mais percentual fixado pelo Banco Central.<br>As garantias para esses empréstimos serão:<br>- <i>Global Bonds</i> ou títulos soberanos em dólares de países com, no mínimo, <i>rating</i> A, no montante de 105% do valor do empréstimo;<br>- ACC, ACE, financiamento a importações e repasses (Resolução nº 2770/2000), nos percentuais de 120%, 130% e 140% para clientes AA, A e B, respectivamente.<br>Os empréstimos em ME têm assunção de compromisso irrevogável de venda dos ativos dados em garantia em caso de inadimplemento. |  |
| 13.10.2008 | Circular nº 3.412        | Bancos poderão deduzir recolhimentos compulsórios sobre DI <i>Leasing</i> no valor das aquisições de ME com compromisso de revenda, pelo prazo das operações.  | Saldo total dessa modalidade atingiu R\$20,1 bilhões em 10.10                                  |
| 16.10.2008 | Resolução nº 3.624       | Banco Central pode determinar que os recursos concedidos em empréstimos em ME sejam direcionados, no todo ou em parte, para operações de comércio exterior.  |  |
| 16.10.2008 | Circular nº 3.415        | Dispõe sobre operações de empréstimo em ME (Medida Provisória nº 442/2008, Resolução nº 3.622/2008 e Resolução nº 3.624/2008).<br>As operações de empréstimos em ME serão realizadas mediante leilões, entre bancos autorizados a operar em câmbio, que definirão, até o <i>spread</i> sobre a Libor.<br>Caso ocorra vencimento de ativos dados em garantia no período da operação, o banco poderá complementar a garantia ou amortizar o valor correspondente.<br>O banco poderá ficar responsável pela administração dos ativos dados em garantia.   |  |
| 21.10.2008 | Medida Provisória nº 443 | Autoriza o Banco Central a realizar operações de <i>swap</i> de moedas com bancos centrais de outros países, nos limites fixados pelo CMN.   |  |
| 22.10.2008 | Decreto nº 6.613         | Reduziu de 0,38% para zero a alíquota do IOF incidentes nas operações de câmbio relativas a empréstimos externos e de 1,5% para zero em aplicações de recursos nos mercados financeiros e de capitais.   |  |
| 30.10.2008 | Resolução nº 3.631       | Fixa em até US\$ 30 bilhões o valor máximo das operações decorrentes do contrato de <i>swap</i> de moedas firmado entre o Banco Central e o <i>Federal Reserve Bank of New York (Fed)</i> .<br>Definiu que as referidas operações poderão ser realizadas até 30.4.2009.<br>Os reais recebidos pelo Fed serão creditados em conta no Banco Central, os dólares recebidos pelo Banco Central serão creditados em conta mantida no Fed.<br>A taxa de câmbio da compra de dólares e da venda de reais será a mesma da revenda e da recompra futura.<br>Não há condicionalidades de política econômica nem juros incidentes nessas operações.   | Até US\$30 bilhões   |
| 3.11.2008  | Resolução nº 3.633       | Alterou a Resolução nº 3.622/2008. Nas operações de empréstimo em ME, os montantes das garantias foram alterados da seguinte forma:<br>- reduzidos de 105% para 100% para <i>Global Bonds</i> ou títulos soberanos em dólares de países com <i>rating</i> de longo prazo equivalente, no mínimo, ao grau A;<br>- para ACC, ACE, financiamento para importações e repasses (Resolução nº 2.770/2000), os percentuais foram reduzidos de 120%, 130% e 140% para clientes AA, A e B, respectivamente, para 100%.<br>Adicionalmente, a Resolução facultou ao Banco Central exigir suplementação das garantias anteriores com títulos públicos federais ou outros ativos em moeda nacional, até o limite de 140% do valor da operação de empréstimo.  |  |
| 4.11.2008  | Circular nº 3.418        | Dispõe sobre as operações de empréstimo em moeda estrangeira (Resolução nº 3.622/2008) com garantias constituídas por operações de ACC e ACE.<br><br>A formalização desse empréstimo será condicionada à concessão de ACC e de ACE com os recursos auferidos na operação de linhas com recompra.   |  |

(continua)

### Tabela sumário das medidas governamentais recentes para o provimento de liquidez em ME

(continuação)

| Data       | Normativo                                  | Descrição sumária  | Impacto ocorrido/estimado  |
|------------|--|--|--|
| 26.11.2008 | Resolução nº 3.641                         | Revogou a Resolução nº 3.547, de 12.3.2008, que obrigava a contratação de operações simultâneas de câmbio nas migrações internas de aplicações de não residentes realizadas originalmente em renda variável para aplicação em renda fixa ou em derivativos com rendimentos predeterminados.  |  |
|            | Linhas com recompra                        | Presidente do Banco Central anunciou, em 18.9, que o Banco Central passaria a vender dólares, no mercado a vista, em leilão com <i>dealers</i> , com compromisso de recomprá-los em data pré-definida. Os leilões de empréstimos em ME, com garantias em ACC/ACE, cuja operacionalidade prevê, inicialmente, realização de linhas com recompra, atingiram US\$3,8 bilhões. | US\$10,7 bilhões, dos quais US\$3,8 bilhões referentes a empréstimos em ME com garantias em ACC/ACE (ocorrido) |
|            | Intervenções de venda                      | Banco Central efetuou, a partir de 8.10, 17 leilões de venda de dólares no mercado a vista.  | US\$6,7 bilhões (ocorrido)   |
|            | Empréstimos em ME com garantias em Globals | Realizado um leilão nessa modalidade, em 20.10. Foram aceitas quatro propostas, e definida taxa de corte de 0,11% acima da Libor. A amortização ocorrerá em 20.4.2009.   | US\$1,5 bilhão (ocorrido)  |

do Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento (Bird), além das amortizações de US\$3,2 bilhões de bônus soberanos, incluindo-se, nesse último valor, US\$1,1 bilhão referente às operações de recompra de títulos da dívida externa por parte do Tesouro Nacional. As despesas de juros de bônus somaram US\$4,3 bilhões, e a receita com a remuneração das reservas atingiu US\$6,6 bilhões, perfazendo receita líquida de juros de US\$2,3 bilhões. As liquidações de compras do Tesouro Nacional somaram US\$7,5 bilhões, e as demais operações geraram receita de US\$5,7 bilhões.

Ao final de 2008, estima-se estoque de reservas internacionais, no conceito de liquidez, de US\$206,8 bilhões, com crescimento anual de US\$26,5 bilhões. Contemplando-se o ocorrido de janeiro a novembro, estão previstos pagamentos de US\$0,5 bilhão com o serviço da dívida externa, além dos desembolsos de US\$766 milhões já integralmente ocorridos em organismos e daqueles relativos a bônus soberanos, US\$525 milhões. Estimam-se, ainda, liquidações de venda de US\$308 milhões do Banco Central e de compra de US\$7,6 bilhões do Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio.

As reservas internacionais no conceito caixa, que exclui as operações de linhas com recompra e empréstimos em moeda estrangeira, deverão encerrar 2008 em US\$194,1 bilhões, elevando-se US\$13,8 bilhões em relação ao final de 2007. A diferença entre o valor das reservas nos dois conceitos reflete os estoques de final de período de linhas com recompra, US\$7,8 bilhões, e de empréstimos em moeda estrangeira, US\$4,9 bilhões, contemplados no conceito de liquidez.

Para 2009, é estimado estoque de reservas internacionais, no conceito de liquidez, de US\$212 bilhões, com crescimento anual de US\$17,9 bilhões. São previstas despesas líquidas de US\$858 milhões com o serviço da dívida externa, compreendendo US\$1 bilhão referente à receita líquida de juros e US\$1,9 bilhão relativo à despesa com amortizações. Ainda, em 2009, projetam-se liquidações de compras do Tesouro Nacional no mercado doméstico de câmbio de US\$6 bilhões. Ressalte-se que a recompra das linhas ofertadas ao mercado e o vencimento dos empréstimos em moeda estrangeira propiciarão que as reservas nos conceitos caixa e liquidez se igualem ao final de 2009.



## 5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

**Tabela 5.10 – Indicadores de sustentabilidade externa<sup>1/</sup>**

| Discriminação  | US\$ bilhões |       |       |       |                   |                   |
|--|--------------|-------|-------|-------|-------------------|-------------------|
|  | 2006         | 2007  | 2008  |       |                   |                   |
|  | Dez          | Dez   | Jun   | Set   | Out <sup>2/</sup> | Nov <sup>2/</sup> |
| Exportações de bens                                    | 137,8        | 160,6 | 178,1 | 194,9 | 197,7             | 198,4             |
| Exportações de bens e serviços                         | 157,3        | 184,5 | 205,0 | 224,2 | 227,7             | 228,4             |
| Serviço da dívida                                      | 56,9         | 52,0  | 40,5  | 38,9  | 36,4              | 37,4              |
| Dívida externa total                                   | 172,6        | 193,2 | 205,5 | 211,4 | 214,3             | 206,6             |
| Dívida externa total líquida                           | 74,8         | -11,9 | -19,2 | -20,6 | -13,4             | -25,2             |
| Reservas internacionais                                |              |       |       |       |                   |                   |
| Conceito caixa   | 85,8         | 180,3 | 200,8 | 206,5 | 197,2             | 194,7             |
| Conceito liquidez                                      | 85,8         | 180,3 | 200,8 | 206,5 | 203,2             | 206,4             |
| PIB  | 1 089        | 1 334 | 1 461 | 1 530 | 1 550             | 1 569             |
| <b>Indicadores</b>                                     |              |       |       |       |                   |                   |
| Dívida total/PIB (%)                                   | 15,8         | 14,5  | 14,1  | 13,8  | 13,8              | 13,2              |
| Dívida total líquida/PIB (%)                           | 6,9          | -0,9  | -1,3  | -1,3  | -0,9              | -1,6              |
| Dívida total/exportações                               | 1,3          | 1,2   | 1,2   | 1,1   | 1,1               | 1,0               |
| Dívida total/exportação de bens e serviços             | 1,1          | 1,0   | 1,0   | 0,9   | 0,9               | 0,9               |
| Dív. total líquida/exportação                          | 0,5          | -0,1  | -0,1  | -0,1  | -0,1              | -0,1              |
| Dív. total líquida/exportação de bens e serviços       | 0,5          | -0,1  | -0,1  | -0,1  | -0,1              | -0,1              |
| Serviço dívida/exportação (%)                          | 41,3         | 32,4  | 22,8  | 19,9  | 18,4              | 18,8              |
| Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)       | 36,2         | 28,2  | 19,8  | 17,3  | 16,0              | 16,4              |
| Reservas – conceito caixa/ dívida externa total (%)    | 49,7         | 93,3  | 97,7  | 97,7  | 92,0              | 94,2              |
| Reservas – conceito liquidez/ dívida externa total (%) | 49,7         | 93,3  | 97,7  | 97,7  | 94,8              | 99,9              |

1/ Exclui estoque de principal, amortizações e juros relativos a intercompanhias.

2/ Dados estimados.

A maior parte dos indicadores de sustentabilidade externa apresentou, a despeito da reversão do cenário internacional iniciada em meados do segundo semestre, trajetória favorável, quando consideradas as posições da dívida externa estimada para novembro e da relativa a dezembro de 2007. Esse movimento refletiu tanto o crescimento registrado nas exportações, PIB nominal em dólares e reservas internacionais, quanto a redução do serviço da dívida externa e a melhora na posição superavitária da dívida externa total líquida, cujos efeitos mostraram-se mais representativos que o derivado da elevação da dívida externa total.

No período analisado, a participação do serviço da dívida nas exportações decresceu de 32,4% para 18,8%, evidenciando recuo de US\$14,7 bilhões no serviço da dívida e elevação de US\$37,7 bilhões nas vendas ao exterior.

A dívida externa total elevou-se 6,9% de dezembro de 2007 a novembro de 2008, e a posição superavitária da dívida externa total líquida cresceu US\$13,3 bilhões, para -US\$25,2 bilhões. Tendo em vista a elevação de 18% observada no PIB estimado em dólares, no período, a relação entre a dívida total e o PIB e a relação entre a dívida total líquida e o PIB passaram, na ordem, de 14,5% para 13,2% e de -0,9% para -1,6%.

O indicador que expressa a relação entre a dívida total e as exportações declinou de 1,2 para 1,0, e aquele que traduz a proporção entre a dívida total líquida e as exportações permaneceu em -0,1, constituindo-se igualmente, nos resultados mais favoráveis registrados desde o início das séries, em 1970.

As reservas internacionais, no conceito de liquidez, elevaram-se em US\$26 bilhões de dezembro de 2007 a novembro de 2008, atingindo US\$206,4 bilhões, e, no conceito caixa, a expansão totalizou US\$14,3 bilhões, para US\$194,7 bilhões. O crescimento das reservas no conceito de liquidez, superior ao de US\$13,4 bilhões observado na dívida externa total, proporcionou o aumento de sua representatividade na dívida externa total de 6,6 p.p., para 99,9%, e a relativa às reservas no conceito caixa atingiu 94,2%, aumentando 0,9 p.p., no período.

## Mudanças Recentes no Passivo Externo Brasileiro

---

As contas externas do país registraram a seqüência de cinco anos de superávits em transações correntes entre 2003 e 2007, proporcionando a ocorrência de expressiva expansão dos ativos brasileiros no exterior, que passaram de US\$112,9 bilhões, ao final de 2002, para US\$369,7 bilhões em 2007 e para estimados US\$418,2 bilhões em outubro de 2008. Contrariando a expectativa de redução do passivo externo líquido como contrapartida aos resultados em conta-corrente, observou-se aumento no período, em linha com as trajetórias dos preços dos passivos externos e da taxa de câmbio. Este box analisa a evolução e as modificações no passivo externo brasileiro nos últimos anos, em cenário de expansão dos investimentos de não residentes, tanto em *portfolio* quanto diretos; redução da participação relativa da dívida externa; e mais aderência dessa nova composição de passivo ao ciclo econômico doméstico.

O passivo externo bruto do país apresentou crescimento constante de 2003 a junho de 2008, em cenário de aceleração do crescimento econômico sustentado pela demanda doméstica, elevação da rentabilidade corporativa, e desempenho favorável do mercado de capitais. Esses fatores contribuíram para elevar o ingresso de capitais no período.

Ao final de junho de 2008, os passivos da Posição Internacional de Investimentos (PII) atingiram o valor máximo de US\$1.060 bilhões, representando aumento de 208,7% em relação a dezembro de 2002. Os Investimentos Estrangeiros Diretos (IED), que apresentaram fluxos crescentes no período, registraram recorde anual de US\$34,6 bilhões em 2007, valor que deverá ser superado em 2008, não obstante a crise econômica internacional. Em decorrência do comportamento dos fluxos líquidos

e do câmbio nominal – uma vez que os estoques de IED-participação no capital no país são mensurados em reais –, a posição de IED estimada para junho de 2008 atingiu US\$381,2 bilhões, equivalentes a 36% dos passivos totais da PII.

**Tabela 1 – Posição Internacional de Investimento – Passivo**

| Discriminação                       | US\$ milhões   |                |                |                |                |                |                |                  |                |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|
|                                     | 2001           | 2002           | 2003           | 2004           | 2005           | 2006           | 2007           | 2008             |                |
|                                     | Dez            | Dez            | Dez            | Dez            | Dez            | Dez            | Dez            | Jun              | Out            |
| <b>Passivo (B)</b>                  | <b>372 061</b> | <b>343 432</b> | <b>406 716</b> | <b>446 145</b> | <b>499 268</b> | <b>623 300</b> | <b>939 071</b> | <b>1 060 019</b> | <b>755 668</b> |
| Investimento estrangeiro direto     | 121 948        | 100 863        | 132 818        | 161 259        | 195 562        | 236 186        | 328 455        | 381 184          | 317 595        |
| Participação no capital             | 105 815        | 83 884         | 112 334        | 142 451        | 177 024        | 209 403        | 281 179        | 324 291          | 254 179        |
| Empréstimos intercompanhia          | 16 133         | 16 978         | 20 484         | 18 808         | 18 537         | 26 783         | 47 276         | 56 893           | 63 416         |
| Investimentos em carteira           | 151 741        | 137 355        | 166 095        | 184 758        | 232 627        | 303 583        | 509 648        | 565 018          | 313 847        |
| Investimentos em ações              | 36 910         | 27 249         | 53 138         | 77 261         | 125 532        | 191 513        | 363 999        | 402 069          | 172 871        |
| No país                             | 13 386         | 8 394          | 17 828         | 27 118         | 50 394         | 82 994         | 165 708        | 194 214          | 76 064         |
| No exterior                         | 23 524         | 18 855         | 35 310         | 50 143         | 75 138         | 108 520        | 198 291        | 207 855          | 96 807         |
| Títulos de renda fixa               | 114 831        | 110 106        | 112 957        | 107 497        | 107 096        | 112 070        | 145 650        | 162 949          | 140 977        |
| Bônus e notas                       | 114 831        | 110 106        | 112 957        | 107 497        | 107 096        | 112 070        | 145 650        | 162 949          | 140 977        |
| No país                             | 1 642          | 2 492          | 2 867          | 2 982          | 5 147          | 18 163         | 46 631         | 63 552           | 44 601         |
| No exterior                         | 113 189        | 107 614        | 110 090        | 104 515        | 101 949        | 93 907         | 99 018         | 99 397           | 96 376         |
| Médio e longo prazos                | 111 989        | 106 614        | 108 476        | 104 271        | 101 047        | 92 119         | 93 079         | 93 348           | 89 332         |
| Curto prazo                         | 1 200          | 1 000          | 1 614          | 244            | 901            | 1 788          | 5 939          | 6 050            | 7 043          |
| Derivativos                         | 45             | 250            | 125            | 320            | 219            | 445            | 1 771          | 2 510            | 3 425          |
| Outros investimentos                | 98 327         | 104 965        | 107 678        | 99 809         | 70 859         | 83 087         | 99 197         | 111 307          | 120 800        |
| Crédito comercial (de fornecedores) | 6 025          | 5 919          | 5 465          | 4 728          | 4 772          | 5 216          | 5 197          | 6 373            | 6 323          |
| Médio e longo prazos                | 5 398          | 4 896          | 5 037          | 4 414          | 4 424          | 4 869          | 5 063          | 6 161            | 5 964          |
| Curto prazo                         | 628            | 1 023          | 428            | 314            | 349            | 347            | 134            | 213              | 359            |
| Empréstimos                         | 90 720         | 97 178         | 99 374         | 92 133         | 62 729         | 73 466         | 89 003         | 99 766           | 109 462        |
| Autoridade monetária                | 9 130          | 21 457         | 28 795         | 25 394         | 301            | 157            | 14             | 12               | 9              |
| FMI                                 | 8 346          | 20 793         | 28 255         | 24 946         | -              | -              | -              | -                | -              |
| Outros empréstimos de longo prazo   | 784            | 664            | 540            | 448            | 301            | 157            | 14             | 12               | 9              |
| Curto prazo                         | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -                | -              |
| Demais setores                      | 81 590         | 75 721         | 70 579         | 66 739         | 62 428         | 73 309         | 88 989         | 99 754           | 109 453        |
| Médio e longo prazos                | 55 759         | 54 348         | 52 427         | 48 553         | 44 902         | 55 121         | 56 162         | 64 740           | 68 454         |
| Organismos                          | 22 440         | 24 377         | 23 433         | 22 241         | 21 779         | 25 148         | 26 981         | 28 335           | 29 419         |
| Agências                            | 12 418         | 12 731         | 12 856         | 10 970         | 8 614          | 6 259          | 6 482          | 6 505            | 6 486          |
| Crédito de compradores              | 8 362          | 6 317          | 6 542          | 4 984          | 4 059          | 3 707          | 8 232          | 12 748           | 15 098         |
| Empréstimos diretos                 | 12 539         | 10 924         | 9 596          | 10 358         | 10 449         | 20 007         | 14 467         | 17 152           | 17 451         |
| Curto prazo                         | 25 831         | 21 373         | 18 152         | 18 186         | 17 527         | 18 188         | 32 827         | 35 014           | 40 999         |
| Moeda e depósitos                   | 1 582          | 1 867          | 2 839          | 2 948          | 3 358          | 4 405          | 4 996          | 5 168            | 5 014          |
| Autoridade monetária                | 129            | 237            | 108            | 100            | 111            | 83             | 73             | 54               | 67             |
| Bancos                              | 1 453          | 1 630          | 2 731          | 2 848          | 3 246          | 4 321          | 4 923          | 5 114            | 4 947          |
| Outros passivos                     | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -                | -              |

Em relação aos investimentos estrangeiros em *portfolio*, devem ser destacadas as variações nos investimentos em ações e em renda fixa no país. Os ingressos em ações, contemplando tanto a participação de investidores não residentes na Bovespa quanto a emissão de recibos de ações de companhias brasileiras no mercado internacional,

atingiram estoque de US\$402,1 bilhões, em junho de 2008, equivalendo a 37,9% do total do passivo, evolução influenciada pelos ingressos líquidos, pela valorização dos papéis e pela evolução da taxa de câmbio. Para os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país, ressalte-se a isenção de imposto de renda, instituída pela Medida Provisória nº 281, de 15 de fevereiro de 2006, posteriormente convertida na Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006. Essa medida acelerou os ingressos líquidos, resultando em estoque de US\$63,6 bilhões, em junho de 2008.

Em sentido inverso, as rubricas do passivo que representam a dívida externa, principalmente títulos negociados no mercado internacional e empréstimos, apresentaram redução nominal de 2,5% no período de dezembro de 2002 a junho de 2008, quando somavam US\$205,5 bilhões. Dessa maneira, sua participação relativa no total dos passivos da PII reduziu-se de 61,4% para 19,4% no período.

Com a modificação no perfil do passivo externo brasileiro, não apenas o estoque do passivo, mas também as suas rendas passaram a apresentar comportamento mais associado ao ciclo econômico. Essa alteração refletiu a substituição de dívidas contratuais, que têm seu estoque apurado em valor nominal cujas condições de pagamento estão preestabelecidas, por investimentos, para os quais tanto a valorização do estoque quanto sua remuneração (lucros e dividendos) estão avaliadas por preços de mercado.

Essa modificação no comportamento do passivo externo pode ser mais bem avaliada quando são comparados os estoques de junho de 2008, anterior à intensificação da crise financeira internacional, com a estimativa efetuada para essa posição no mês de outubro. A posição de passivos da PII ao final de outubro, comparativamente à observada em junho, reduziu-se em 28,7%, para US\$755,7 bilhões. Nesse mesmo período, ocorreram trajetórias diferenciadas entre investimentos, com redução nos estoques de IED-participação no capital, ações e títulos de renda fixa negociados no país; e endividamento externo, com ampliação no seu estoque.

**Tabela 2 – Ações no país**

|  | US\$ milhões |
|--|--------------|
| Estoque em 30.6.2008   | 194 214      |
| Fluxos líquidos do balanço de pagamentos acumulados de julho a outubro | -13 351      |
| Varição do Ibovespa de 30.6.2008 a 31.10.2008                          | -66 100      |
| Varição da taxa de câmbio de 30.6.2008 a 31.10.2009                    | -30 700      |
| Resíduo  | -7 999       |
| Estoque em 31.10.2008  | 76 064       |

O principal responsável pela contração nos passivos se constituiu na redução do estoque de investidores estrangeiros em ações no país, que, de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), atingiu US\$76,1 bilhões em outubro, recuando nada menos que 60,8% em relação a junho. Analisando os fatores responsáveis por essa trajetória, observaram-se, no período, saídas líquidas de US\$13,4 bilhões e reduções no valor de mercado (preço) e na expressão desse estoque em dólares (paridades). Como parâmetro para estimativa da redução dos preços, usou-se o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), que, no período, recuou 42,7%, implicando redução estimada no estoque de US\$66,1 bilhões. A expressão desse passivo em dólares é diretamente impactada pela taxa de câmbio nominal, cuja depreciação de 32,9% no quadrimestre em análise provocou diminuição estimada de US\$30,7 bilhões no total do passivo. A diferença de US\$8 bilhões deriva de mudança de instrumento do investidor estrangeiro no país e da diferença entre a carteira real desses investidores e a utilização do Ibovespa como *proxy*.

A evolução dos estoques de IED-participação no capital e de títulos de renda fixa negociados no país, cujas posições são apuradas em valores nominais e em reais, é condicionada pelos fluxos líquidos do balanço de pagamentos e, de forma similar à descrita anteriormente, pela variação da taxa de câmbio.

O componente cíclico do passivo externo também deve ser ressaltado quando se analisam as rendas dele derivadas, especialmente as remessas brutas de lucros e dividendos. Como analisado no box “Remessas de Lucros e Dividendos” do “Relatório de Inflação” de setembro de 2008, essas remessas apresentam relação estreita com o estoque dos investimentos estrangeiros, tanto em participação no capital como em ações, e com a lucratividade das empresas, que pode ser entendida como *proxy* para o nível de atividade doméstico. Dessa maneira, a redução dos estoques, analisada neste box, deverá proporcionar, no próximo ano, retração nas remessas de lucros e dividendos, trajetória estimulada pelo menor nível de atividade e pela manutenção da taxa de câmbio em patamar mais depreciado que o

observado neste ano. Essa análise reforça a projeção de significativa redução nas saídas líquidas de lucros e dividendos em 2009, o que constitui importante movimento no sentido de limitar o deficit em transações correntes para o próximo ano.

De igual maneira, a redução de 60,8% no total de investimentos em ações detidos por não residentes constitui-se em limitador importante das remessas líquidas de *portfolio* na conta financeira do balanço de pagamentos no próximo ano, mesmo com a manutenção de cenário internacional adverso.

A relação entre a dívida total líquida e o PIB elevou para 1,6%, em novembro, ante a posição credora de 0,9% assinalada em dezembro de 2007, e apresentou, ainda, crescimento de 0,7 p.p. em relação ao mês anterior. A evolução mensal do indicador traduziu o aumento de US\$11,8 bilhões, para US\$25,2 bilhões, registrado na posição credora da dívida externa total líquida, resultado de crescimento de US\$3,2 bilhões nas reservas internacionais no conceito liquidez e de US\$1 bilhão nos haveres dos bancos comerciais no exterior, além da queda de US\$7,7 bilhões na dívida externa.

## 5.6 Conclusão

As incertezas em relação ao desempenho dos mercados financeiros internacionais, em paralelo à perspectiva de recessão na economia mundial, especialmente nos países industrializados, com desdobramentos sobre as trajetórias do comércio internacional e dos preços internacionais das *commodities*, constituem-se em condicionantes relevantes à evolução das contas externas do país.

O desempenho das contas externas nos onze primeiros meses do ano sugere que o financiamento do balanço de pagamentos ocorrerá sem dificuldades em 2008, resultado favorecido pelos fluxos líquidos de IED, que deverão superar os registrados 2007, e pela rolagem da dívida privada que, em decorrência do ocorrido de janeiro a novembro, deverá manter-se acima de 100%.

As projeções para 2009 consideram que a restrição do crédito externo e a redução no ritmo da atividade econômica internacional deverão provocar a deterioração do resultado do balanço de pagamentos. Deverão persistir, no entanto, condições adequadas ao seu financiamento, favorecidas pelo patamar das reservas internacionais e pelas antecipações de contratações feitas pelo Tesouro Nacional, que reduzem, significativamente, os riscos relativos ao atendimento do serviço da dívida externa. O setor privado enfrentará condições mais adversas para renovação de empréstimos em relação às experimentadas nos últimos cinco anos, com impactos negativos sobre os prazos e os custos contratados.

A reversão registrada nas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos em 2008 esteve condicionada ao desempenho das transações correntes no ano. Para 2009, em ambiente de redução no nível de atividade da economia mundial e de mais restrição às concessões de

crédito, o resultado corrente estará influenciado, no âmbito da balança comercial, por possível redução nas exportações – cuja extensão estará associada ao comportamento dos preços das *commodities* e à magnitude e à duração da retração da atividade econômica nos principais mercados de destino dos produtos brasileiros – e nas importações, item que evidencia tanto a elevação de preços inerente à depreciação do real quanto a desaceleração na atividade interna. Em relação à conta serviços, o déficit em transportes deverá recuar, em linha com a redução da corrente de comércio; o saldo negativo em viagens internacionais deverá apresentar redução expressiva, refletindo tanto a trajetória da taxa de câmbio quanto o impacto do efeito riqueza sobre esses gastos. As despesas líquidas de renda serão afetadas pelo declínio previsto nas remessas líquidas de lucros e dividendos e pelos efeitos combinados da taxa de câmbio mais depreciada, da diminuição da rentabilidade das empresas e das perdas dos investidores estrangeiros em renda variável, que se traduzem em redução dos estoques de investimentos.



## Projeções para o Balanço de Pagamentos

---

As projeções para o balanço de pagamentos de 2008 e de 2009 foram revistas em relação às apresentadas no “Relatório de Inflação” de setembro, tendo em vista os desdobramentos do agravamento da crise nos mercados financeiros tanto sobre o nível da atividade da economia mundial, que impactaram o resultado do balanço de pagamentos, quanto sobre as condições de liquidez, que influenciaram as perspectivas em relação ao seu financiamento. Além de incorporar o novo ambiente internacional, a revisão das projeções reflete os resultados externos observados nos últimos meses e as modificações no serviço da dívida externa compatíveis com seu estoque em setembro. Adicionalmente, foram consideradas as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio e as recompras de dívida externa soberana pelo Tesouro Nacional, efetivadas até novembro.

O déficit em transações correntes para 2008 foi ligeiramente revisado de US\$28,8 bilhões, no “Relatório de Inflação” anterior, para US\$29,6 bilhões, destacando-se a revisão da projeção de superávit comercial, de US\$25 bilhões para US\$23,5 bilhões. Foram reduzidas as projeções de despesas líquidas com juros e viagens internacionais.

A projeção para o déficit em transações correntes relativo a 2009 foi reduzida de US\$33,1 bilhões para US\$25 bilhões.

O superávit da balança comercial, traduzindo redução de 3,5% nas exportações e elevação de 1,4% nas importações, reduziu-se de US\$23,5 bilhões, em 2008, para US\$14 bilhões, projeção US\$3 bilhões inferior à registrada no relatório anterior e consistente com a perspectiva de recessão nas economias

**Tabela 1 – Usos e fontes de recursos**

| Discriminação                     | US\$ bilhões |             |       |      |             |                   |                   |  |
|-----------------------------------|--------------|-------------|-------|------|-------------|-------------------|-------------------|--|
|                                   | 2007         |             |       | 2008 |             |                   | 2009              |  |
|                                   | Nov          | Jan-<br>Nov | Ano   | Nov  | Jan-<br>Nov | Ano <sup>1/</sup> | Ano <sup>1/</sup> |  |
| Usos                              | -3,3         | -33,1       | -36,6 | -3,9 | -45,1       | -53,0             | -51,9             |  |
| Transações correntes              | -1,3         | 1,9         | 1,5   | -1,0 | -25,8       | -29,6             | -25,0             |  |
| Amortizações de MLP <sup>2/</sup> | -2,0         | -35,0       | -38,1 | -2,9 | -19,3       | -23,3             | -26,9             |  |
| Papéis                            | -1,1         | -18,1       | -20,6 | -1,6 | -10,0       | -12,8             | -11,1             |  |
| Pagas                             | -1,1         | -17,6       | -19,9 | -1,6 | -10,0       | -12,8             | -11,1             |  |
| Conversões em IED                 | 0,0          | -0,5        | -0,7  | 0,0  | 0,0         | 0,0               | 0,0               |  |
| Créd. de fornecedores             | -0,2         | -1,3        | -1,5  | -0,2 | -1,6        | -1,7              | -3,1              |  |
| Empréstimos diretos <sup>3/</sup> | -0,7         | -15,5       | -16,1 | -1,1 | -7,7        | -8,8              | -12,7             |  |
| Fontes                            | 3,3          | 33,1        | 36,6  | 3,9  | 45,1        | 53,0              | 51,9              |  |
| Conta capital                     | 0,1          | 0,7         | 0,8   | 0,1  | 1,0         | 1,1               | 1,0               |  |
| Inv. estrangeiros diretos         | 2,5          | 33,7        | 34,6  | 2,2  | 36,9        | 40,0              | 30,0              |  |
| Papéis domésticos <sup>4/</sup>   | -0,5         | 31,0        | 39,8  | -2,0 | 6,8         | 5,5               | -3,0              |  |
| Desembolsos de MLP <sup>5/</sup>  | 3,8          | 32,9        | 36,0  | 1,2  | 29,2        | 30,8              | 26,5              |  |
| Papéis                            | 0,7          | 17,0        | 18,3  | 0,3  | 7,2         | 7,8               | 6,2               |  |
| Créd. de fornecedores             | 0,2          | 1,4         | 1,6   | 0,1  | 2,1         | 2,4               | 4,1               |  |
| Empréstimos <sup>6/</sup>         | 2,9          | 14,5        | 16,1  | 0,7  | 19,9        | 20,5              | 16,3              |  |
| Ativ. brasil. no exterior         | 0,9          | -24,3       | -25,4 | -1,3 | -27,7       | -22,9             | 15,2              |  |
| Demais <sup>7/</sup>              | 2,9          | 43,4        | 38,4  | -3,1 | 7,3         | 6,1               | 0,0               |  |
| Ativos de reservas                | -6,4         | -84,4       | -87,5 | 6,8  | -8,5        | -7,5              | -17,9             |  |

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.

maduras, redução de preços de *commodities* e desaceleração do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB).

A conta de serviços deverá apresentar déficit de US\$13 bilhões em 2009. O recuo de US\$3,4 bilhões em relação ao resultado previsto para 2008 reflete, em especial, a redução acentuada para o déficit na rubrica viagens internacionais, que deverá totalizar US\$1,5 bilhão, menos de um terço do esperado em 2008. A estimativa mostra-se consistente com a desaceleração registrada, nos últimos meses, nas saídas líquidas, trajetória que deverá persistir no próximo ano, em linha com o movimento de depreciação da taxa de câmbio.

A projeção para as despesas líquidas com juros no próximo ano foi ampliada de US\$6,7 bilhões, no relatório anterior, para US\$9 bilhões, refletindo a redução, de US\$9,1 bilhões para US\$7,1 bilhões – dos quais US\$5,2 bilhões referem-se à remuneração das reservas internacionais do país – nas receitas com juros de ativos brasileiros no exterior, decréscimo que evidencia o declínio nas taxas de juros internacionais e a redução desses ativos. As despesas, traduzindo a posição do estoque da dívida de setembro, declinaram de US\$17,6 bilhões para US\$16,1 bilhões.

A projeção do resultado em transações correntes para 2009 contempla, ainda, a revisão, de US\$30 bilhões para US\$20 bilhões, na estimativa relativa a remessas líquidas de lucros e dividendos, recuo compatível com o cenário de depreciação do real, redução da rentabilidade das empresas e de acentuadas perdas experimentadas pelos investidores estrangeiros em carteira, que se refletem em redução do estoque de investimentos. Cabe assinalar, nesse contexto, que a posição dos investidores estrangeiros no Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) recuou de US\$200,1 bilhões, em maio, para US\$70,6 bilhões no final de novembro. As transferências unilaterais para 2009 foram reduzidas de US\$4 bilhões, previstos em setembro, para US\$2,5 bilhões, como reflexo da recessão nas economias maduras, principais origens desses recursos.

O desempenho da conta financeira no próximo ano reflete cenário que considera reduções

dos fluxos líquidos de ingressos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED). Adicionalmente, projetam-se remessas líquidas de investimentos estrangeiros em carteira durante 2009. É, também, significativa, para esse cenário, a hipótese de taxa de rolagem do endividamento externo de médio e longo prazo do setor privado, de 75%, ocasionando amortizações líquidas de dívida externa.

O processo de internacionalização das empresas brasileiras deverá ser afetado pelos efeitos da crise internacional. Nesse contexto, não deverá haver remessas líquidas de investimentos diretos brasileiros ao exterior, e, após registrar o recorde de US\$28,2 bilhões, em 2006, o estoque deverá permanecer estável em 2009. Os investimentos estrangeiros diretos devem totalizar US\$40 bilhões em 2008, recorde para valores anuais. Para 2009, a projeção foi reduzida para US\$30 bilhões.

As amortizações de dívida externa de médio e longo prazos em 2008 foram reduzidas de US\$25,7 bilhões para US\$23,3 bilhões. Para 2009, a previsão foi revista para US\$26,9 bilhões. Adicionalmente, foi reduzida a hipótese de taxa de rolagem para o endividamento externo, de 100% para, como mencionado anteriormente, 75%, sinalizando amortizações líquidas de empréstimos externos.

As projeções para 2008, relativas a ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações e papéis domésticos de médio e longo prazos foram reduzidas, significativamente, de US\$22 bilhões, no “Relatório de Inflação” de setembro, para US\$5,5 bilhões, em linha com os resultados registrados recentemente e com a hipótese de manutenção do cenário de estresse financeiro. Para 2009, coerente com a perspectiva de permanência da aversão ao risco e de manutenção das demais condicionantes macroeconômicas, esses fluxos líquidos foram revisados de ingressos líquidos de US\$15 bilhões para saídas líquidas de US\$3 bilhões.

Os haveres do setor bancário no exterior devem diminuir US\$3,6 bilhões em 2008, ante US\$0,6 bilhão projetado no “Relatório de Inflação” de setembro, estando previsto, para 2009, retorno de US\$16,1 bilhões, ante US\$7,4 bilhões na projeção

**Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado**

| Discriminação                                    | US\$ bilhões |             |       |      |             |                   |                   |  |
|--|--------------|-------------|-------|------|-------------|-------------------|-------------------|--|
|  | 2007         |             |       | 2008 |             |                   | 2009              |  |
|  | Nov          | Jan-<br>Nov | Ano   | Nov  | Jan-<br>Nov | Ano <sup>1/</sup> | Ano <sup>1/</sup> |  |
| Transações correntes                             | -1,9         | -2,7        | -4,6  | -1,6 | -32,4       | -36,1             | -30,2             |  |
| Capitais (líquido)                               | 5,7          | 89,6        | 93,9  | -6,6 | 37,0        | 32,2              | 26,8              |  |
| Investimento Estrangeiro                         |              |             |       |      |             |                   |                   |  |
| Direto   | 2,5          | 33,7        | 34,6  | 2,2  | 36,9        | 40,0              | 30,0              |  |
| Em carteira                                      | -0,5         | 31,0        | 39,8  | -2,0 | 6,8         | 5,5               | -3,0              |  |
| Empréstimos de médio e longo prazos              | 0,4          | -9,2        | -9,9  | -1,8 | 2,7         | -0,7              | -4,9              |  |
| Crédito comercial de curto, médio e longo prazos | 5,2          | 39,4        | 35,8  | -1,8 | 17,1        | 16,9              | 4,6               |  |
| Bancos   | 3,5          | 21,7        | 18,6  | -2,6 | 8,2         | 11,7              | 3,6               |  |
| Demais   | 1,8          | 17,8        | 17,2  | 0,7  | 8,8         | 5,2               | 1,0               |  |
| Investimentos brasileiros                        |              |             |       |      |             |                   |                   |  |
| no exterior                                      | -1,0         | -14,4       | -14,7 | -2,0 | -23,7       | -26,5             | -0,9              |  |
| Demais   | -1,1         | 9,1         | 8,3   | -1,2 | -2,7        | -3,0              | 1,0               |  |
| Hiato financeiro                                 | 3,8          | 86,2        | 89,3  | -8,2 | 4,6         | -3,9              | -3,4              |  |
| Compras líquidas                                 |              |             |       |      |             |                   |                   |  |
| do Banco Central                                 | -5,7         | -76,3       | -78,6 | 7,5  | -0,7        | 0,3               | -12,7             |  |
| Depósitos de bancos                              | 1,9          | -9,9        | -10,7 | 0,7  | -4,0        | 3,6               | 16,1              |  |

1/ Projeção.

anterior. A redução de haveres do setor bancário no exterior traduz o comportamento dos investimentos estrangeiros diretos e em carteira e o do saldo previsto para as transações correntes, evidenciando a atuação do setor bancário como fornecedor de divisas ao setor privado não financeiro.

Em relação às reservas internacionais, consideradas no conceito de liquidez, sua posição no final de 2008 deve apresentar crescimento de US\$26,5 bilhões em relação ao ano anterior, atingindo US\$206,8 bilhões. Para 2009, projeta-se expansão adicional de US\$5,2 bilhões em decorrência da remuneração das reservas, não sendo projetadas intervenções adicionais. Considerando-se as reservas internacionais no conceito caixa, que incorpora os efeitos das recentes medidas adotadas pelo Banco Central para fornecer liquidez em moeda estrangeira, as reservas apresentam expansão no ano. A projeção constante deste "Relatório de Inflação" apresenta as reservas internacionais, no conceito caixa, em US\$194,1 bilhões, no final de 2008, expansão de US\$13,8 bilhões em relação a 2007. Para o final do ano seguinte, já recompradas todas as linhas com recompra e empréstimos em moeda estrangeira, os dois conceitos se igualarão, atingindo US\$212 bilhões.

Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Comitê de Política Monetária (Copom) sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em setembro de 2008, assim como a análise da perspectiva para a inflação até o quarto trimestre de 2010 e para o crescimento do PIB até o final de 2009. 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 dezembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$2,40/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 dezembro de 2008. Ressalta-se que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não constituem previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio, nem devem ser vistas como tal.

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 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 mais peso na tomada de decisão sobre a taxa de juros. Ao expor as hipóteses, o Copom procura dar mais 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 acumulada em doze meses ultrapassou o centro da meta em janeiro, cresceu monotonamente até julho e tem se mantido relativamente estável desde então, mesmo após redução importante dos preços de matérias-primas. De fato, a inflação em doze meses situou-se em 6,39% em novembro (4,19% em novembro de 2007), ante 6,37% em julho. Por sua vez, no acumulado do ano até novembro, a inflação medida pelo IPCA atingiu 5,61%, ante 3,69% registrados no mesmo período de 2007, incremento de quase dois pontos percentuais. Os preços administrados se elevaram 2,97% até novembro, e os preços livres registraram elevação bem superior, 6,75%. Dessa forma, a exemplo do que ocorreu em 2007, quando, pela primeira vez desde a implementação do regime de metas para a inflação, em 1999, os preços administrados subiram menos que os livres, esse fenômeno se repetirá em 2008. Devem-se destacar, entre o conjunto dos preços livres, as variações bastante similares entre os preços dos bens comercializáveis e dos não comercializáveis. Enquanto os primeiros acumularam variação de 6,80% até novembro, os últimos se elevaram em 6,70%.

São vários os fatores que influenciaram a dinâmica das taxas de inflação neste ano. A presença de descompasso evidente entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta agregada contribuiu de forma importante, especialmente até o terceiro trimestre, para as pressões inflacionárias. A forte alta do preço do petróleo e de outras *commodities* no primeiro semestre pressionou os índices de preços. Note-se, todavia, que nos últimos meses os preços das *commodities* se acomodaram, essencialmente em decorrência da crise financeira mundial e do impacto sobre as perspectivas para a atividade econômica global. O preço do barril do petróleo, após atingir recordes históricos, aproxima-se dos US\$40, embora sua trajetória permaneça envolta de grande incerteza. Adicionalmente, citem-se os efeitos defasados das ações de política monetária implementadas neste ano. Por outro lado, a forte depreciação do real representa fator de risco para a trajetória da inflação em curto prazo. A aceleração dos índices de preços no atacado registrada em 2008, além de fator de risco para a inflação dos preços livres, provavelmente se traduzirá em aumentos maiores de preços administrados por contrato e monitorados em 2009. O efeito líquido de todos esses fatores citados, assim como sua dinâmica, são de difícil mensuração, de modo que a incerteza em relação à trajetória da inflação ao consumidor nos próximos trimestres aumentou substancialmente desde a divulgação do último “Relatório de Inflação”.

O PIB a preços de mercado cresceu 6,8% no terceiro trimestre de 2008 em relação ao do mesmo trimestre do ano passado e, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, 1,8% em relação ao do segundo trimestre deste ano. Sob a ótica da produção, foi destaque o crescimento do setor industrial, 7,1% na comparação com igual período do ano anterior, e o setor agropecuário e o de serviços cresceram 6,4% e 5,9%, respectivamente. Quanto à demanda, o destaque foi o crescimento da FBCF, 19,7% ante o mesmo trimestre do ano anterior – maior expansão da nova série, iniciada em 1996 –, seguida pelo consumo das famílias e do governo, que cresceram 7,3% e 6,4%, respectivamente. A exemplo do que ocorre desde o primeiro trimestre de 2006, o crescimento foi ditado exclusivamente pelo mercado interno. De fato, neste ano, até o terceiro trimestre, a demanda doméstica contribuiu com 8,9 p.p. para a expansão de 6,4% do PIB, e o setor externo contribuiu com -2,5 p.p. O Copom considera que, mesmo com a deterioração substancial da perspectiva de crescimento da economia global desde a publicação do último “Relatório de Inflação”, a demanda doméstica continuará a sustentar a atividade econômica em 2009, ainda que se espere arrefecimento no seu ritmo de crescimento, particularmente em curto prazo.

Em momento em que a atividade econômica global arrefece com mais intensidade do que a esperada até poucos meses atrás – assim como pioram a perspectiva de crescimento para o próximo ano –, o dinamismo da demanda doméstica, em especial do consumo privado, deverá ser fator-chave para mitigar os efeitos da crise mundial sobre o ritmo de atividade no país nos próximos trimestres. De fato, nos primeiros nove meses de 2008, o consumo das famílias aumentou 6,5% em relação ao do mesmo período do ano passado. Esse desempenho robusto também pode ser visto, e antecipado, por intermédio de dados referentes ao comércio varejista. As vendas no comércio varejista ampliado registraram aumento de 4% em setembro em relação ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, após terem recuado 1,3% em agosto, mês em que se interrompe seqüência de sete altas consecutivas. A expansão dessas vendas alcançou 13,8% no ano, até setembro, e 13,7% em doze meses. No acumulado do ano, destaque-se o forte crescimento nos segmentos veículos, motos, partes e peças (20,7%) e móveis e eletrodomésticos (18,3%). O segmento hiper, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo registrou expansão de apenas 5,5% no período. A persistir o desenvolvimento recente, notadamente no que se refere à piora do mercado de crédito, o Comitê avalia que o comércio varejista deverá sofrer algum ajuste, ao menos neste e no próximo trimestre.

O crescimento da atividade econômica vinha produzindo melhoras consistentes no mercado de trabalho. Em outubro, de acordo com a PME, a população ocupada aumentou 4,0% em comparação ao mesmo mês do ano passado, e 3,8% em doze meses, o décimo terceiro aumento consecutivo nessa métrica. O rendimento médio nominal da população ocupada teve elevação de 12,0% em outubro em relação ao mesmo mês de 2007. Por sua vez, o rendimento médio real habitualmente recebido aumentou 4,5% em relação ao de outubro de 2007, com crescimento da massa salarial real de 8,6% na mesma base de comparação. O nível de emprego na indústria de transformação registrou, no ano até outubro, expansão de 4,3% em relação a mesmo período de 2007, segundo dados da CNI. No que se refere à evolução do emprego formal celetista, dados divulgados pelo MTE indicam que houve desaceleração substancial em outubro, quando houve criação líquida de 61,4 mil postos de trabalho, e aumento de 0,2% em relação a setembro, mês em que 282 mil postos foram criados. Embora outubro seja sazonalmente desfavorável (em razão da entressafra agrícola), a desaceleração foi mais intensa do que se antecipava e talvez reflita efeitos iniciais da crise financeira mundial. Não obstante, a criação de empregos formais bate recorde em 2008, ao superar o patamar dos 2 milhões de empregos até outubro, valor bem superior àquele verificado em 2007 (1,8 milhão). Em termos percentuais, a expansão do emprego formal em doze meses até outubro foi liderada pela construção civil (17,1%), seguida pelo comércio (6,8%), pela indústria de transformação (6,1%) e pelo setor de serviços (5,9%). Apesar da incerteza sobre a magnitude dos efeitos da crise financeira internacional sobre a geração de empregos e as negociações salariais, o Copom avalia que a expansão do mercado de trabalho e, por conseguinte, da massa salarial continuarão sendo elementos de sustentação da demanda agregada.

A disponibilidade de crédito para as famílias, favorecida pela estabilidade macroeconômica e por avanços institucionais, vinha sendo outro importante elemento de propulsão do consumo privado, mas condições de financiamento mais restritivas têm sido observadas desde o último “Relatório de Inflação”. Em doze meses até outubro, o crédito do sistema financeiro (com recursos livres) às pessoas físicas cresceu 28,4% (30,7% até julho), com destaque para a expansão das operações de arrendamento mercantil (116,3%, ante 141,7% até julho). É importante destacar que a expansão do crédito tem sido caracterizada por relativa estabilidade da inadimplência. No que se refere ao cenário prospectivo, as expectativas de analistas de mercado e de representantes do setor bancário indicam que o crédito continuará a se



expandir com taxas de dois dígitos em 2009, embora deva haver desaceleração em relação a 2008 por causa dos efeitos da crise financeira mundial, bem como das ações de política monetária implementadas nesse ano. Essa avaliação encontra suporte em dados relativos ao comportamento, na margem, do mercado de crédito.

O investimento vinha se apresentando como o componente da demanda doméstica com desempenho mais positivo. Depois do aumento de 10,0% em 2006 e de 13,5% em 2007, a FBCF aumentou, em termos reais, 17,3% nos primeiros nove meses de 2008, ante igual período do ano anterior. Como parcela do PIB, a FBCF passou de 18,4% no terceiro trimestre de 2007 para 20,4% no terceiro trimestre de 2008, maior valor para o período desde 2000. Todavia, o recrudescimento da crise financeira mundial também afeta negativamente, em magnitude e duração de difícil antecipação, os investimentos, por meio de condições de financiamento e confiança dos empresários. Nesse sentido, empreendimentos mais sensíveis às condições creditícias poderão ser postergados ou até mesmo cancelados. Além de rever planos de investimento por causa da queda na demanda e por mais incerteza macroeconômica, as empresas se pautam pela deterioração das condições de financiamento, no que tange a prazos e custo do crédito e, em alguns casos, pela própria inexistência de oferta de crédito. A forte depreciação do real e o conseqüente aumento nos custos de bens de capital importados também impactarão negativamente o volume de investimentos. Nesse contexto, medidas tomadas recentemente pelo governo, como a maior oferta de crédito pelo BNDES, serão importantes para a evolução favorável dos investimentos, ainda que seja previsível alguma desaceleração nos próximos trimestres.

O volume de crédito com recursos livres às pessoas jurídicas cresceu 45,9% em doze meses até outubro (41,0% até julho), 33,6% somente neste ano (19,1% até julho), e acelerou em relação aos números constantes do último “Relatório de Inflação”. Por sua vez, os desembolsos de empréstimos e financiamentos com recursos do Sistema BNDES cresceram 40,8% até outubro de 2008 (42,8% até julho), em relação ao mesmo período do ano anterior. Note-se, contudo, que esses números ainda não repercutem plenamente o estreitamento das condições de financiamento verificado desde setembro. Além disso, o recrudescimento da crise financeira internacional afetou o dinamismo do mercado de capitais. De fato, depois de volumes expressivos de ofertas públicas iniciais de ações verificados no primeiro semestre, o montante permaneceu praticamente constante desde agosto (R\$32,1 bilhões no ano até outubro, ante R\$31,7 até agosto, e

R\$28,8 até outubro de 2007). De modo similar, o lançamento de debêntures (excluindo as emissões realizadas por empresas de arrendamento mercantil) mostrou-se estável (R\$6,3 até outubro, ante R\$5,7 bilhões até agosto).

No que se refere ao setor externo, após registrar superávit de US\$40 bilhões em 2007, o saldo da balança comercial registra retração em 2008 – desenvolvimento que havia sido antecipado, conforme documentos divulgados anteriormente pelo Copom. Até novembro, o saldo da balança comercial totalizou US\$22,5 bilhões, valor 38,3% inferior àquele observado em igual período do ano passado e o menor patamar para o período desde 2004. Em que pese a diminuição do superávit comercial, destaque-se o dinamismo do comércio exterior, com recorde das exportações, US\$184,1 bilhões (aumento de 25,8% sobre 2007), assim como das importações, US\$161,7 bilhões (aumento de 47,0% sobre 2007). Não obstante mais incerteza econômica, menos crescimento mundial e queda no preço de *commodities* importantes para a pauta de exportações brasileiras, o ajuste cambial deverá contribuir para estimular as exportações e suavizar a taxa de crescimento das importações nos próximos trimestres.

A dinâmica das exportações líquidas neste ano reflete, principalmente, os efeitos da aceleração da atividade econômica interna *vis-à-vis* a situação de nossos parceiros comerciais e a valorização da taxa média de câmbio em 2008. Após crescer 5,5% em 2007 (ante 3,3% no ano anterior), o *quantum* exportado recuou 1,8% nos primeiros dez meses do ano, refletindo, em parte, os efeitos da desaceleração da demanda externa e o redirecionamento de parte da produção anteriormente destinada ao mercado externo para o mercado interno (por exemplo, no setor siderúrgico). Por outro lado, após ter-se expandido 22,1% em 2007 (ante 16,0% em 2006), o *quantum* importado registrou crescimento de 22,1% nos primeiros dez meses do ano. Cabe observar que o crescimento do *quantum* importado reflete, em boa parte, o incremento das aquisições externas de bens de capital que, mesmo após variação de 32,1% em 2007, a maior desde 1998, aumentaram 40,3% até outubro. Por sua vez, o recuo no *quantum* exportado foi parcialmente compensado pelo aumento nos preços de exportação, que cresceram significativos 29,4% nos primeiros dez meses de 2008, mesmo após haver subido 12,6% em 2006 e 10,6% em 2007. Por outro lado, os preços de importação, que subiram 8,1% em 2007 (ante 7,0% em 2006), também se elevaram fortemente em 2008, 24,0% até outubro. Repercutindo em parte esse desenvolvimento, a contribuição das exportações líquidas para crescimento da demanda agregada no terceiro trimestre de 2008 foi negativa em 2,5 p.p., assim como no último biênio (-1,4 p.p. em 2006 e em 2007).

Com o recrudescimento da crise financeira internacional, o Copom avalia que, nos próximos trimestres, o efeito das exportações líquidas sobre o nível de preços tornou-se mais incerto. Se, por um lado, o câmbio se ajustou fortemente desde setembro, em contrapartida as cotações de *commodities* importantes sofreram redução acentuada. Além disso, note-se que a desaceleração global também impactará as exportações. De qualquer forma, as evidências indicam que as exportações líquidas tornaram-se menos efetivas como instrumento auxiliar na manutenção da estabilidade de preços. No que se refere às transações correntes, a hipótese central de trabalho – observância de déficit em 2008 – se concretizará. De fato, em doze meses até outubro, o saldo em conta corrente atingiu déficit de US\$26,6 bilhões, o que equivale a 1,7% do PIB. Cabe destacar que esse déficit foi integralmente financiado pelo fluxo líquido de investimentos estrangeiros diretos, que totalizou US\$38,2 bilhões e correspondeu a 2,5% do PIB.

Após mais de um ano desde sua eclosão, a crise do *subprime* – que iniciou no mercado imobiliário norte-americano, estendeu-se para os mercados financeiros e para o mercado creditício dos EUA e de outras economias maduras –, desde setembro, teve seus efeitos intensificados sobre as economias emergentes. De fato, países emergentes que até então estavam sendo pouco afetados pela crise – ao contrário do que ocorria com economias maduras – foram alcançados pelo aumento da aversão ao risco e, conseqüentemente, por fuga de capitais e por drástica redução nas linhas externas de crédito, que tem-se mostrado persistente. Por conseguinte, verificaram-se fortes depreciações de suas moedas, até mesmo restrições de liquidez nos mercados interbancários de algumas economias emergentes. Nas economias maduras, a recessão passou de forte possibilidade para realidade.

Apesar de o socorro financeiro e creditício implementado pelo Fed e por outras autoridades monetárias ter sido essencial no sentido de prover alguma estabilidade aos mercados interbancários, as eventuais repercussões sobre a atividade demandam tempo para se concretizarem. Em outra perspectiva, vários bancos centrais reduziram agressivamente as taxas de juros, com destaque para o Banco da Inglaterra, um indicativo de que, para essas instituições, o balanço de riscos para a inflação teria se alterado de forma expressiva. Para isso, deve ter contribuído o recuo nos preços de *commodities* metálicas e agrícolas e, particularmente, no do petróleo, bem como a forte desaceleração econômica. Note-se, contudo, que a despeito de reduções expressivas das taxas de juros em diversas economias maduras, as condições creditícias permanecem bastante restritas no mercado

financeiro internacional. Em resumo, as perspectivas para a economia global se deterioraram de maneira acentuada desde a publicação do último “Relatório de Inflação”, assim como o balanço de riscos, com viés ainda mais negativo para a atividade. A avaliação dominante aponta para um cenário no qual a recuperação mais consistente ocorreria apenas a partir do segundo semestre de 2009 ou no início de 2010.

Em relação à oferta agregada, os três setores da economia apresentaram desempenho bastante vigoroso no terceiro trimestre de 2008. O melhor resultado veio do setor industrial, cujo produto avançou 7,1% (5,1% em 2007) em relação ao mesmo período de 2007. O setor de serviços também apresentou sólido crescimento, 5,9% ante o mesmo período de 2007. Por sua vez, o setor agropecuário cresceu 6,4%, taxa inferior à registrada ano passado (8,7%). No ano, contudo, o setor agropecuário cresceu 6,7% até o terceiro trimestre, taxa 1,7 p.p. maior do que a observada em igual trimestre de 2007. Por sua vez, o crescimento acumulado nos três primeiros trimestres no setor industrial e no de serviços atingiu 6,5% e 5,5%, respectivamente, ante 5,1% e 5,2% observados em igual período de 2007.

No ano, até outubro, a produção industrial se expandiu 5,8%, com crescimento da indústria de transformação e da extrativa mineral de 5,7% e 7,4%, respectivamente. Embora o crescimento da produção industrial no ano se mantenha bastante robusto, dados recentes sugerem que a desaceleração está em curso. Os efeitos do agravamento da crise financeira internacional começaram a ser sentidos neste trimestre, em especial por setores mais dependentes do crédito, como o automotivo e o siderúrgico, e pela indústria da construção civil e da petroquímica. Números agregados, aparentemente, repercutem esse fenômeno. Cita-se, como exemplo, o recuo de 1,7% na produção industrial em outubro, na comparação mês a mês, que em novembro pode ser seguido por número semelhante ou possivelmente mais adverso. A propósito, o maior recuo em outubro adveio da indústria de transformação (-2,0%), e na indústria extrativa mineral o movimento foi mais suave (-0,3%). Ainda assim isso implicou interrupção do ciclo de seis meses consecutivos de alta, nessa base de comparação. No momento, existe grande incerteza sobre a magnitude e a persistência dos efeitos da crise sobre a indústria como um todo. O Copom, contudo, avalia que a produção industrial continuará a crescer em 2009, embora a taxas notadamente inferiores às que vinham sendo observadas até o terceiro trimestre deste ano.

Pela ótica da demanda, o PIB cresceu 6,7% no terceiro trimestre, ante o mesmo trimestre do ano passado,

excluída a variação de estoques. A esse respeito, os dados da Sondagem Conjuntural da FGV sugerem que o indicador de estoques, após cair abaixo de 100 em agosto – o que implica que o número de empresas que avaliam serem os estoques excessivos supera o das que avaliam serem eles insuficientes –, sofreu alteração em seu movimento de declínio, de modo que o indicador atingiu 86 em novembro, menor nível desde agosto de 2005. Essa estatística sugere que, além de considerarem seus níveis de estoques excessivos, as empresas, de certa forma, foram surpreendidas pela desaceleração da demanda industrial que se seguiu à intensificação da crise financeira internacional. De acordo com a Sondagem Industrial da CNI, ao final de setembro existiam sinais de aumento significativo dos estoques de bens finais. De fato, naquela oportunidade, além de se encontrarem em nível superior ao registrado no mesmo período de 2007 (51,5 contra 49,3), situavam-se acima de 50, sinalizando que a demanda efetiva foi inferior à antecipada. Além disso, na margem a diferença entre o estoque efetivo e o planejado parece aumentar.

O Nuci mensal sem ajuste sazonal, calculado pela FGV, atingiu 85,2% em novembro, 2,0 p.p. abaixo do patamar observado no mesmo mês de 2007, embora o nível médio de utilização do ano ainda se situe 0,7 p.p. acima daquele observado no mesmo período de 2007. Segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central, o Nuci atingiu 83,2% em outubro, patamar ligeiramente acima do anotado no mês anterior (83,1%). Na comparação com o mesmo mês do ano passado, também houve leve aumento (84,6% contra 84,4%). A taxa média de ocupação da capacidade nos dez primeiros meses do ano foi 0,9 p.p. superior à registrada em 2007, mas a diferença vem se estreitando na margem, o que pode ser um indício de gradual convergência entre a oferta e a demanda. Em parte, essa dinâmica pode refletir a maturação de projetos de investimento e, na margem, pode estar capturando efeitos contracionistas da crise financeira mundial, bem como das ações de política monetária implementadas neste ano.

No que se refere à expansão da capacidade, a absorção de bens de capital, que apresentou crescimento robusto nos últimos anos (5,1% em 2005, 13,5% em 2006 e 19,3% em 2007), manteve o vigor e variou 22,7% até outubro em relação a igual período do ano anterior. Esse desempenho reflete não apenas o incremento das importações de bens de capital (40,3% em volume até outubro), mas também o da produção desses bens (18,4%). Também é digno de nota o aumento de 10,5% da produção de insumos para a construção civil no ano, até outubro. Por outro lado, números recentes

do Nuci, em conjunção com os da produção industrial, das vendas e do emprego sugerem acomodação da atividade fabril. Com efeito, a Sondagem Conjuntural da FGV junto à indústria de transformação mostra que o indicador do nível de demanda global deslocou-se de 121 em setembro para 80 em novembro. A forte depreciação do real e o aumento da incerteza macroeconômica provocados pela exacerbação da crise financeira mundial tendem a ter impacto negativo sobre o nível de investimentos nos próximos meses.

O Índice Nacional de Custo da Construção do Mercado – Disponibilidade Interna (INCC-DI) continua mostrando aceleração nos preços do setor de construção. A variação acumulada até novembro atingiu 11,68% ante 5,54% registrados no mesmo período do ano anterior. Em doze meses, a variação alcançou 12,34% em novembro, contra 5,92% verificado no mesmo período de 2007. Esse desenvolvimento vinha suscitando preocupação quanto à ocorrência de possíveis restrições de oferta nesse segmento que, dada sua estrutura de produção, dificilmente seriam aliviadas por meio de importações. Contudo, esse setor, um dos mais dependentes das condições de financiamento, tem sido intensamente afetado pela deterioração recente do mercado de crédito, de modo que é plausível supor que haja algum arrefecimento no ritmo de alta dos preços do setor de construção nos próximos meses.

Com a superação do efeito alento, típico das fases iniciais de ciclos de expansão, o crescimento da PEA desacelera gradativamente. Em doze meses até outubro, a expansão alcançou 2,1%, ante 2,3% registrado no mesmo período do ano passado e 3,0% em maio de 2007. Essa dinâmica, em conjunto com a aceleração do ritmo da atividade econômica e a conseqüente expansão da demanda por mão-de-obra, contribuiu para quedas mais rápidas nas taxas de desemprego durante o ano. De fato, em outubro, a taxa de desemprego situou-se em 7,5%, valor apenas 0,1 p.p. superior ao da menor taxa histórica da série atual, registrada em dezembro de 2007, e bem abaixo das taxas observadas em outubro de 2007 e de 2006 (8,7% e 9,8%, respectivamente). Dessa forma, a taxa média de desemprego no ano até outubro (8,0%) 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 outubro registrou o vigésimo primeiro recuo consecutivo nessa métrica. Note-se, contudo, que, em cenário de acomodação da atividade econômica, essa dinâmica benigna poderá sofrer arrefecimento nos próximos meses.

Por sua vez, o preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, reduziu-se substancialmente desde a publicação do último “Relatório de Inflação” e continua apresentando alta volatilidade. De fato, após atingir quase US\$150 em meados do ano, o preço do barril de petróleo caiu para patamares inferiores a US\$50 nas últimas semanas. Essa queda abrupta reflete não apenas redução na demanda global, devido à desaceleração econômica em curso, mas também, sobretudo, incerteza quanto ao tamanho e à duração do atual ciclo contracionista, além dos efeitos da desalavancagem sobre posições especulativas nos mercados de *commodities*. Apesar 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. Mas, a persistir o quadro atual do mercado de petróleo, não se deve descartar por completo que ocorra redução de preços em 2009. Cabe notar ainda que a influência dos preços internacionais do petróleo sobre a inflação doméstica não se transmite exclusivamente por intermédio dos preços dos combustíveis, que, por enquanto, estão estáveis, mas também por outros canais, como a cadeia produtiva do setor petroquímico e as expectativas de consumidores e empresários. A forte redução observada no preço do petróleo se estendeu às demais *commodities*, agrícolas ou metálicas, que também refletem a deterioração da perspectiva para o crescimento da economia global em 2009.

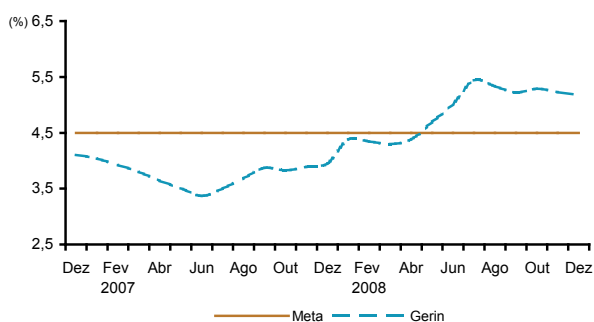
Após mais que duplicar em 2007 (7,89%, ante 3,79% em 2006), a inflação mais ampla – medida pelo IGP-DI – continuou aumentando em 2008. Até novembro, o IGP-DI variou 9,59%, ante 6,33% no mesmo período do ano anterior. Note-se, contudo, importante desaceleração do IGP-DI ocorrida nos últimos meses, quando, a exemplo do ocorrido com o IPCA, as taxas mensais de inflação têm-se conservado em níveis mais modestos. No acumulado em doze meses, a inflação medida pelo IGP-DI se deslocou de 14,81% registrado em julho para 11,20% em novembro (6,60% em novembro de 2007). A desaceleração do índice refletiu, essencialmente, o comportamento do IPA-DI, cuja variação em doze meses passou de 18,91% em julho para 12,88% em novembro. Por sua vez, a dinâmica do IPA-DI é explicada pelo recuo de 6,15% dos preços agrícolas nos últimos quatro meses, e os preços industriais continuaram se acelerando, processo verificado desde o início do segundo semestre de 2007 até outubro. Em doze meses até novembro, o IPC-Br e o INCC subiram 6,27% e 12,34%, respectivamente, ante os 4,53% e 5,92% observados no mesmo período do ano passado. 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 da perspectiva da demanda e da expectativa dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

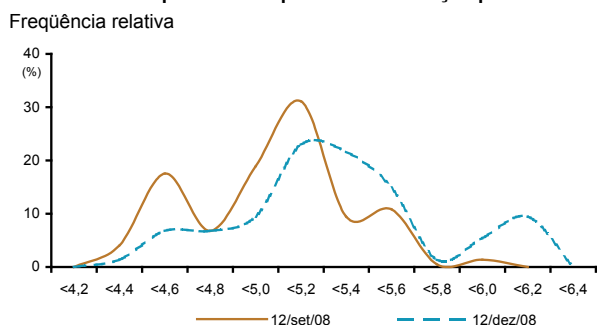
O cenário benigno para os preços ao consumidor, que se materializou em 2006 e começou a reverter em meados de 2007, deteriorou-se em 2008. Na margem, porém, há sinais de que o processo de deterioração pode se reverter, em parte, devido às ações de política monetária adotadas neste ano, bem como à mudança abrupta do cenário externo verificada desde o Relatório de setembro. No momento, o cenário prospectivo mostra significativo grau de incerteza no que se refere à evolução dos preços. Por um lado, a depreciação cambial pode refletir-se, em menor ou maior grau, em repasses aos preços dos bens e serviços finais. Por outro, a importante revisão da perspectiva para a inflação global (influenciada pelo recuo das cotações de *commodities*), aliada ao esperado arrefecimento da atividade econômica, sugere que pode haver estreitamento na capacidade das firmas de repassarem os aumentos de custos advindos da depreciação do câmbio para os preços ao consumidor.

As variações em doze meses até novembro das três medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central encontram-se acima do centro da meta e de seus respectivos valores no mesmo período do ano passado. Note, no entanto, que as medidas de inflação subjacente se situam abaixo da variação do IPCA em doze meses. No acumulado do ano até novembro, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio registra inflação de 5,74% (3,50% em 2007), o núcleo por médias aparadas com suavização de itens preestabelecidos mostra variação de 4,48% (3,62% em 2007), e o núcleo por médias aparadas sem suavização indica inflação de 4,57% (3,16% em 2007). Em doze meses os valores são iguais a 6,36% (3,86% em 2007), 4,90% (4,02% em 2007) e 5,04% (3,43% em 2007), respectivamente.

**Gráfico 6.1 – Evolução da expectativa de mercado e das metas referentes à inflação doze meses à frente**



**Gráfico 6.2 – Dispersão da expectativa de inflação para 2009**



As expectativas de inflação para 2008 reduziram-se ligeiramente desde a divulgação do último “Relatório de Inflação” e, na data de corte de 12 de dezembro, encontram-se em 6,13% ante 6,26% em 12 de setembro. Por sua vez, as expectativas para 2009 deslocaram-se de 4,99%, em setembro, para 5,20%. Para 2010, as expectativas permaneceram em 4,50%. A respeito de expectativas, conforme ilustra o Gráfico 6.2, destaca-se a elevação, desde a divulgação do último Relatório, da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação, principalmente para 2009, que vai ao encontro da avaliação



de que o cenário prospectivo para a inflação ficou mais incerto desde a divulgação do último Relatório.

## 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 aprofundamento da crise global em comparação com o cenário do Relatório de setembro, com a continuidade das turbulências nos mercados financeiros, do lado externo, e desaceleração da atividade econômica do lado doméstico. Mais importante, entretanto, é que o cenário principal se caracteriza por elevada incerteza. Em particular, no que se refere ao balanço de riscos relacionados às perspectivas da inflação, ainda que o risco de consolidação de um cenário de divergência em relação à trajetória de metas tenha diminuído, persistem fatores que atuam tanto positivamente como negativamente.

São três os principais riscos associados ao cenário principal: os relacionados à duração e à magnitude da crise mundial; os associados ao repasse cambial advindo da forte depreciação da moeda nacional; e os relacionados à trajetória da atividade econômica doméstica.

Em relação ao “Relatório de Inflação” anterior, o cenário principal contempla a contração mais intensa da atividade econômica mundial e, em especial, a repercussão do agravamento da crise mundial nos países emergentes. Depois de um período em que se acreditava que os efeitos da crise mundial nas economias emergentes pareciam ser, e de fato eram, menos intensos, corroborado por crescimento acentuado dos preços das *commodities*, essas economias passaram, nos últimos meses, a sofrer mais fortemente os impactos da crise. O aumento da aversão ao risco, a partir de meados de setembro, levou as autoridades nos EUA, na Europa, na Ásia e na Oceania a intervirem de forma inédita em seus sistemas financeiros, utilizando ampla gama de instrumentos, com vistas a assegurar condições mínimas de funcionamento e liquidez nos mercados monetários. Apesar da percepção de que o risco sistêmico mostra alguma moderação, os mercados

interbancários manifestam sinais de pressão em razão da proximidade do final do ano e do fechamento dos balanços das instituições financeiras. A contração da liquidez internacional continuou contribuindo para o processo de desalavancagem por parte de administradores de recursos, o que, por sua vez, vem exercendo influência baixista generalizada sobre os preços de ativos. Em ambiente de maior aversão ao risco e de escassez de fluxos de capitais, as pressões sobre moedas de economias emergentes foram mantidas.

No cenário macroeconômico global, a visão dominante continua apontando para a expansão, em ritmo modesto, da economia mundial em 2009, mas dados divulgados nas últimas semanas indicam enfraquecimento intenso e generalizado da atividade em economias maduras e em importantes economias emergentes. Há evidências de que a debilidade pronunciada da atividade econômica na Europa e em 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. Por outro lado, os problemas do sistema financeiro internacional vêm se agravando por 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 economia dos EUA, em particular, entrou em recessão no final de 2007 e continua sofrendo o impacto da crise no setor imobiliário, com reflexos sobre o mercado de trabalho, cujo enfraquecimento, em combinação com o efeito riqueza negativo associado às quedas dos preços de ativos financeiros, tem afetado a confiança dos consumidores e contribuído de forma significativa para deprimir o dispêndio. A avaliação predominante é de que a atividade na Europa e no Japão deve continuar apresentando perda de dinamismo nos próximos meses. Nas economias maduras, em que a ancoragem das expectativas de inflação é mais forte e a atividade econômica se enfraquece consideravelmente, as pressões inflacionárias mostram redução rápida. Já nas economias emergentes, em que os efeitos secundários da elevação dos preços de matérias-primas sobre os preços ao consumidor e as pressões da demanda aquecida sobre a capacidade de expansão da oferta vinham sendo mais intensos, as pressões inflacionárias mostram persistência. Nesse contexto, ao mesmo tempo em que as políticas monetárias adquiriram caráter fortemente expansionista nas economias maduras, a reação nas economias emergentes, que, além dos fatores citados acima, são influenciadas pela tendência de depreciação cambial, tem sido heterogênea. Note-se, em particular nas economias maduras, que as autoridades anunciam uma série importante de iniciativas voltadas a sustentar a atividade, mormente

por meio de estímulos fiscais, o que poderia contribuir para gradual retomada econômica nessas regiões. Cabe ressaltar que, em última instância, a severidade e a persistência da desaceleração dependerão, de forma importante, do comportamento e a resiliência do mercado de trabalho.

Na verdade, um cenário de desaceleração mundial mais intensa e generalizada já vinha sendo apontado como risco nos últimos Relatórios. Entretanto, como ressaltado nos Relatórios de Inflação, os efeitos sobre a inflação doméstica têm sinal ambíguo. A redução das exportações, ao atuar como fator de contenção da demanda agregada, e o recuo dos preços das *commodities* contribuem para aliviar pressões inflacionárias domésticas. Por outro lado, a intensificação da aversão ao risco e a repatriação de capitais para as economias maduras reduziram a demanda por ativos de economias emergentes, levando a acentuada depreciação de várias moedas nacionais ante o dólar norte-americano, que terminam por pressionar os preços nessas economias. Ainda que a economia brasileira se encontre mais resistente a mudanças de sentimento nos mercados financeiros internacionais, a capacidade de o setor externo contribuir para mitigar riscos inflacionários ficou comprometida.

No último “Relatório de Inflação”, apontou-se que o resultado final dependeria, dentre outros fatores, da importância relativa do componente financeiro. Embora, desde então, o cenário de crescimento econômico das economias maduras tenha piorado e, por conseguinte, a perspectiva para as exportações, o componente financeiro preponderou nesse período, o que tenderia a fortalecer o aspecto inflacionário. Contudo, a crise mundial está afetando o nível de atividade da economia brasileira não somente pela redução da demanda externa, mas também pela restrição das fontes de financiamento externo, pelo efeito indireto, mas significativo, sobre as condições financeiras domésticas, e pela formação de um quadro geral de incerteza que tem levado os agentes a adiarem decisões importantes de consumo e investimento. Dessa forma, esse canal de transmissão pode mostrar-se particularmente importante para a contenção inflacionária.

No que se refere aos preços das *commodities*, o cenário se tornou mais benigno do que o existente por ocasião da divulgação do Relatório de setembro. Os preços do petróleo continuam altamente voláteis, mas recuaram de forma expressiva desde então. Os preços de outras *commodities* também mostraram reduções importantes, reagindo tanto ao maior pessimismo sobre as perspectivas para crescimento da economia mundial, quanto

à continuidade da turbulência nos mercados financeiros globais. Esse comportamento dos preços das *commodities* atua na configuração de um quadro mais benigno no tocante a pressões inflacionárias. Entretanto, como mencionado, a análise dos possíveis efeitos desinflacionários das tendências recentes dos preços de matérias-primas não pode ser desvinculada da análise de pressões que elas exercem sobre os preços de ativos brasileiros e do conseqüente impacto inflacionário potencial.

Cabe, portanto, análise mais detalhada dos possíveis efeitos da depreciação da moeda nacional verificada neste trimestre, com foco no repasse para os índices de preços ao consumidor (ver neste capítulo o box *Repasse Cambial para os Preços*). A consolidação de instituições monetárias e fiscais, com destaque para o regime de metas para a inflação, pode atuar no sentido de amortecer o repasse. Ressalte-se que o contexto atual se afasta bastante do verificado, por exemplo, em 2002, pois naquela oportunidade os agentes consideravam até mesmo a possibilidade de mudança no regime monetário, o que exacerbava as expectativas de inflação, potencializando o próprio repasse cambial. Outro ponto reside no recuo dos preços das *commodities*, o que, de certa forma, contrabalança o impacto da depreciação cambial e contém a variação dos preços dessas mercadorias em moeda doméstica. Por outro lado, cabe reconhecer que as *commodities* representam parcela minoritária na cesta de bens importados. O terceiro fator é o arrefecimento da atividade econômica doméstica, considerando aqui tanto sinais iniciais desse movimento, como a expectativa dos agentes econômicos nesse sentido. Existem evidências empíricas de que a magnitude do repasse cambial depende do ciclo econômico, sendo mais acentuado quando a economia está em crescimento acelerado. O quarto elemento refere-se às condições iniciais em termos de nível da inflação e taxa real efetiva de câmbio. Contextos com taxas de inflação baixas, o que certamente não se aplica ao momento vivido pela economia brasileira, tendem a ser acompanhados por menor repasse. Da mesma forma, quando a variação cambial nominal representa, em boa medida, ajuste da taxa real de câmbio, o repasse tende a ser menor. No caso brasileiro, tendo em vista os deficits crescentes em conta corrente, principalmente se mantidos os níveis anteriores de aceleração econômica, e a tendência de piora nos termos de troca ocasionada pela reversão da tendência de alta dos preços de *commodities*, era esperado algum ajuste cambial. É possível, também, que a apreciação cambial verificada no período anterior tenha gerado margem de folga nos níveis de preços que permitiria absorver a depreciação cambial com menor repasse.

Voltando-se agora para os argumentos que suportam a avaliação de que o repasse tende a ser mais intenso, cabe mencionar o fato de que a economia vem de período relativamente longo de forte crescimento. Se o comportamento dos preços for baseado na demanda recente ou, em vários setores, na demanda corrente, o repasse tende a ser mais elevado. No caso de decisões de gastos baseadas mais fortemente nos desdobramentos esperados da economia, caracterizado por arrefecimento econômico, o repasse tende a ser menor. O segundo elemento é que, mesmo com um repasse cambial de baixa magnitude, como a variação cambial corrente é bastante substancial, o efeito inflacionário potencial não deixa de ser significativo.

O acompanhamento da evolução dos preços ainda não mostra repercussão significativa da depreciação da taxa de câmbio. Entretanto, é importante destacar a existência de risco associado à defasagem entre a variação cambial e sua repercussão sobre os preços ao consumidor. Isso porque existe uma cadeia que vai do preço do produto importado em moeda nacional na alfândega, passa pelo transporte, pelo comércio atacadista e finalmente chega ao consumidor final. Em segundo lugar, em virtude da intensa volatilidade da taxa do câmbio nos últimos meses e, por conseguinte, da incerteza sobre o patamar em torno do qual se estabilizará no horizonte relevante, os agentes podem estar aguardando um quadro mais claro para, então, definir os possíveis reajustes. Em princípio, os últimos movimentos de preços no atacado têm apontado um cenário de repasses mais contidos no curto prazo. Entretanto, na eventualidade de que patamares para a taxa de câmbio anteriormente vistos como transitórios passem a ser avaliados como permanentes, aumenta a probabilidade de que o repasse se intensifique. Pode-se configurar um quadro em que, mesmo diante de arrefecimento da atividade econômica e de coeficiente de repasse cambial de baixa magnitude, o efeito inflacionário não seja desprezível. Em tais circunstâncias, em virtude de a defasagem do mecanismo de transmissão do câmbio ser menor do que a do hiato do produto, é possível que se verifique elevação da inflação no curto prazo e redução no médio prazo. Nesse caso, cabe à política monetária evitar que os movimentos de preços decorrentes da depreciação cambial contaminem as expectativas de inflação ou se traduzam em efeitos de segunda ordem decorrentes de tentativa de realinhamento de preços, incluindo salários, a valores anteriores à depreciação.

Outro risco está relacionado à perspectiva de crescimento da economia brasileira. Até o terceiro trimestre deste ano, a economia vinha em acentuado processo de

expansão, liderada por vigoroso crescimento da demanda doméstica. Entretanto, em que pese a maior resistência da economia brasileira a choques externos, a crise global mostra sinais de que está afetando, de forma mais intensa do que se antecipava, a atividade econômica doméstica. O ambiente de mais incerteza, levando ao adiamento de decisões de consumo e investimento, as condições restritivas de crédito interno e externo (taxas mais elevadas de juros, menores prazos e mais seletividade), com restrição significativa de linhas de crédito externo, a redução da demanda mundial e a depreciação cambial, encarecendo os bens de investimento importados, são ingredientes que apontam para desaceleração econômica. De fato, alguns indicadores antecedentes e efetivos de atividade, como vendas e produção industrial, índices de confiança, grau de utilização da capacidade instalada e férias coletivas em algumas empresas, já sinalizam algum arrefecimento.

A avaliação, porém, da magnitude da desaceleração ainda está envolta em elevado grau de incerteza. Como resultado, as projeções sobre a taxa de inflação também acabam sendo feitas com acentuada incerteza. O problema é potencializado pelo fato, mencionado anteriormente, de que o mecanismo de transmissão do hiato do produto para os preços tende a ocorrer com defasagem normalmente maior que a do câmbio. A dificuldade de avaliação é agravada, ainda, pelo fato de a economia estar vindo de forte expansão, com elevado nível de utilização dos fatores. Assim, formação de preços com base na demanda recente e, em alguns casos, na própria demanda corrente ainda poderia apontar pressões de alta.

Do lado fiscal, existe incerteza sobre a magnitude dos efeitos de medidas de estímulo ao consumo recentemente anunciadas, bem como quanto aos seus aspectos específicos e ao potencial impacto final sobre o nível de atividade.

A dificuldade de avaliação do quadro é acentuada pelo fato de que os setores da economia devem ser atingidos de forma heterogênea pela crise financeira internacional. Os mais sensíveis ao crédito tendem a ser os mais afetados, pelo menos na fase inicial. Em particular, bens cuja aquisição implica maior comprometimento da renda das famílias, seja em termos de parcela das prestações na renda ou de tamanho do período de comprometimento com o pagamento das prestações, tendem a ser mais afetados, pois é compreensível que, no ambiente atual, os agentes adiem decisões de compra de maior significância. Por outro lado, os níveis ainda elevados de emprego e a perspectiva quanto ao salário mínimo devem funcionar como

amortecedores do impacto das turbulências externas sobre o nível de atividade no curto prazo.

No médio prazo, porém, pode-se ter mecanismo de retroalimentação, com as condições restritivas de crédito e a maior incerteza gerando adiamento de decisões de consumo e investimento, que se traduzem em efetivo desaquecimento econômico, de modo que a redução da renda real e o emprego reforcem os impulsos iniciais. Por outro lado, à medida que o ponto mais delicado da crise financeira internacional começa a ser superado, e os agentes domésticos percebem que não se justificam comportamentos defensivos, tendo como pano de fundo os sólidos fundamentos da economia brasileira, a economia pode, paulatinamente, retomar sua expansão.

Note-se, também, que a expectativa de redução da safra agrícola em 2009 adiciona incerteza ao cenário prospectivo. Por um lado, tal desenvolvimento tenderia a conter o crescimento da renda e da atividade em algumas regiões, mormente no Centro-Oeste e no Sul do país. Por outro, a redução da oferta agrícola poderia realimentar pressões sobre os preços de alimentos, com potenciais conseqüências inflacionárias.

O Comitê avalia que os sólidos fundamentos da economia brasileira permitem enfrentamento da crise global sem rupturas. Na verdade, esse enfrentamento não exige mudança de regime de política econômica do país, diferentemente do que ocorreu no início de 1999. O tripé metas para a inflação, ajuste fiscal e taxa de câmbio flutuante está consolidado e combina resistência e flexibilidade. Além disso, a sólida posição financeira externa, com o expressivo volume de reservas internacionais, os superávits comerciais e o financiamento externo baseado principalmente em investimento direto reforçam a avaliação de que as turbulências atuais poderão ser vencidas sem rupturas.

A desaceleração econômica doméstica também deve ser analisada sob o prisma das condições de financiamento externo. Com efeito, o ritmo acelerado de crescimento da economia brasileira até o terceiro trimestre, em parte, foi sustentado por crescente demanda mundial por exportações e por um *boom* nos preços das *commodities*, os quais viabilizaram o elevado crescimento das importações, amenizando, assim, pressões inflacionárias decorrentes da demanda doméstica que se expandia em ritmo incompatível com a capacidade de expansão da oferta doméstica. De fato, o setor externo vinha, nos últimos anos, desempenhando papel relevante 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. As condições externas, porém, alteraram-se radicalmente, com a redução da demanda por exportações e a significativa queda do preço das *commodities*. Dessa forma, o ritmo de absorção doméstica deveria se ajustar às mudanças nas condições externas.

Ao se decompor o IPCA em preços livres e em preços administrados, nota-se que os preços administrados deixarão de desempenhar papel de arrefecedores das pressões inflacionárias, verificado nos dois últimos anos. De fato, para 2009, o cenário principal contempla variações dos preços administrados em valores superiores à meta de 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. Com a forte depreciação cambial dos últimos meses, em que pese o recuo dos preços das *commodities*, 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.

Até o terceiro trimestre deste ano, a expansão do emprego, em parte alicerçada na estabilidade macroeconômica, vinha sustentando o crescimento da massa salarial real em ritmo robusto. Embora ainda não se possa fazer juízo de valor definitivo, o cenário mais provável contempla a hipótese de que o mercado de trabalho passará por acomodação nos próximos meses. Levando-se em conta que o mercado de trabalho reage com alguma defasagem aos indicadores da atividade, esse arrefecimento poderia até mesmo amplificar movimentos iniciais de desaceleração da demanda, mas, em contrapartida, pode também funcionar como um mitigador de possíveis pressões inflacionárias advindas do repasse cambial.

O crédito, cujo crescimento foi elemento importante de sustentação da demanda agregada, agora tem exercido papel central para desaceleração. O alargamento dos *spreads* bancários, ao lado do encurtamento de prazo contratual e de novas condicionalidades para concessão do crédito, deve, caso persista, contribuir para o arrefecimento da demanda



agregada. Na verdade, o estreitamento das condições de financiamento poderia, se for persistente, amplificar os efeitos de decisões passadas de política monetária sobre a atividade.

A possibilidade de que alterações na dinâmica da inflação, que em avaliação preliminar parecem transitórias, venham a ter efeitos sobre as expectativas dos agentes quanto à trajetória inflacionária em médio e longo prazos constitui risco perene para implementação da política monetária e, 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. Cabe à política monetária, portanto, manter-se especialmente vigilante, a fim de evitar que o cenário prospectivo se deteriore. Em especial, prováveis efeitos mais concentrados de curto prazo do repasse cambial podem ensejar 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 postura da autoridade monetária permaneça cautelosa para enfrentar potenciais efeitos de segunda ordem.

Em comparação com o “Relatório de Inflação” anterior, o Comitê considera que o risco de materialização de cenário inflacionário menos benigno recuou, mas segue relevante. 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 evitar que a deterioração da dinâmica inflacionária observada em 2008 se torne persistente. Além disso, o Comitê avalia que a persistência de atuação cautelosa e tempestiva da política monetária é fundamental para aumentar a probabilidade de que a inflação no Brasil volte a evoluir segundo a trajetória de metas já em 2009.

Particularmente no curto prazo, o Copom avalia que o principal risco para a dinâmica inflacionária deriva da trajetória dos preços de ativos brasileiros, em meio a processo de estreitamento das fontes de financiamento externo. A persistirem as tendências observadas desde a última reunião do Comitê, o ritmo de expansão da demanda doméstica poderia deixar de apresentar riscos importantes

para a dinâmica dos preços, o que contribuiria para limitar o impacto inflacionário do ajuste no balanço de pagamentos. Nesse contexto, o ritmo de redução do descompasso, que se mostrava importante até o terceiro trimestre, entre o crescimento da oferta de bens e de serviços e o da demanda continua sendo central na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

Adicionalmente, o Copom avalia que – diante dos sinais, evidenciados desde o último “Relatório de Inflação”, de arrefecimento do ritmo de atividade econômica, no que se refere, por exemplo, aos indicadores de produção industrial, a alguns dados disponíveis sobre o mercado de trabalho e sobre taxas de utilização da capacidade na indústria, bem como à confiança dos empresários e consumidores e ao comportamento das expectativas de inflação – continuam sendo relevantes, ainda que com menos intensidade, os riscos para concretização de um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltaria a evoluir de forma consistente com a trajetória das metas. A propósito, essa evolução do cenário prospectivo começa a se manifestar nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê. O Copom considera, também, que diminuiu a probabilidade de persistência de descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e o da oferta agregadas, que continue representando risco para a dinâmica inflacionária. Nessas circunstâncias, a política monetária deve manter postura cautelosa, visando assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas.

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, que terá seus resultados evidenciados no 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.

À luz dessas considerações, em ambiente macroeconômico que continua cercado por grande incerteza, o Copom decidiu manter a taxa Selic em 13,75% a. a. nas reuniões de outubro e dezembro.

### **6.3 Pressupostos e previsão de inflação**

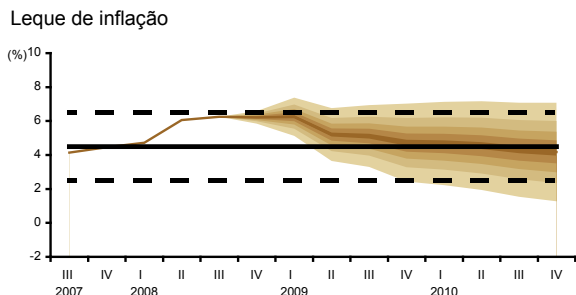
De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, levando-se em conta o conjunto de informações disponíveis até 12 de dezembro de 2008 (data de corte),

o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,40/US\$, e a meta para a taxa Selic em 13,75% a.a. (valor fixado na reunião do Copom de dezembro), ante R\$1,80/US\$ e 13,75% a.a. considerados no “Relatório de Inflação” de setembro. A projeção para a variação, em 2008, do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados foi reduzida para 3,5%, ante os 4,0% considerados no último “Relatório de Inflação”. Essa projeção baseia-se nas hipóteses, para o acumulado de 2008, de variação nula nos preços da gasolina; de 2,6% para o gás de botijão, ante variação nula utilizada no Relatório de setembro; de 1,1% nos preços da eletricidade; e de 3,6%, ante os 3,5% anteriores, nas tarifas de telefonia fixa. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente. 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 IGP, entre outras variáveis. De acordo com esses modelos, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2009 foi alterada de 4,8%, no último Relatório, para 5,5%, e para 2010 foi alterada para 4,8%, ante os 4,5% anteriores.

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 se elevaram consideravelmente na comparação com os valores divulgados no “Relatório de Inflação” de setembro. Para o quarto trimestre deste ano, essas expectativas passaram de R\$1,65 para R\$2,25 e, para o último trimestre de 2009, de R\$1,75 para R\$2,20. Esse também é o patamar esperado para o último trimestre de 2010. As expectativas acerca da trajetória da taxa Selic média se reduziram quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2008, deslocaram-se de 14,13 % para 13,68%, para o último trimestre de 2009, passaram de 14,07% para 13%. Para o quarto trimestre de 2010, os analistas projetam taxa Selic média de 11,83%. 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 180 p.b., 30 p.b. e -103 p.b., em relação à taxa Selic atual, nos últimos trimestres de 2008, 2009 e 2010, respectivamente. Adicionalmente, o cenário de mercado pressupõe variações para o conjunto dos preços administrados de 3,5% em 2008, de 5,1% em 2009 e de 4,6% em 2010.

Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta a hipótese de trabalho de cumprimento da meta de

**Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 13,75% a.a. (Cenário de referência)**



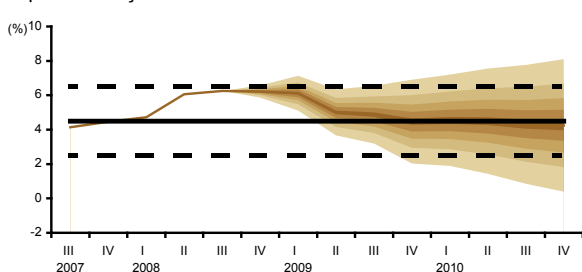
Obs.: Inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

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

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

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

**Gráfico 6.4 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros**



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

**Tabela 6.2 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros <sup>1</sup>**

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

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

<sup>1/</sup> De acordo com a Gerin.

superávit primário de 3,8% do PIB incrementada em 0,5 p.p., em 2008 e em 2009.

Com base nos pressupostos acima, utilizando o conjunto de informações disponíveis até a data de corte de 12 de dezembro 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 6,2% em 2008, patamar 0,1 p.p. superior ao projetado no “Relatório de Inflação” de setembro e, portanto, acima do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo CMN. Para 2009, a projeção da inflação acumulada em doze meses parte de 6,3% no primeiro trimestre e atinge 4,7% no último. Para o quarto trimestre de 2010, a projeção encontra-se em 4,2%. Dessa forma, como ilustrado no Gráfico 6.3, no horizonte analisado, a inflação acumulada segue tendência no sentido de convergir para a trajetória de metas.

Os dados da Tabela 6.1 apontam ligeira elevação da inflação acumulada em doze meses no primeiro trimestre de 2009, para 6,3%, com recuo de 1,1 p.p. no segundo trimestre de 2009. Esse movimento reflete menor projeção para a inflação de preços livres no segundo trimestre de 2009, quando comparada à inflação realizada no período correspondente em 2008, suficiente para compensar os efeitos de projeção para a variação dos preços administrados maior do que a registrada no segundo trimestre de 2008. No terceiro trimestre a projeção se mantém relativamente estável e recua 0,4 p.p. no último, em parte repercutindo o menor valor da expectativa de inflação para 2010 (4,5%), ante 5,2% para 2009. Ainda de acordo com a Tabela 6.1, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior (6,5%) do intervalo de tolerância da meta situa-se em torno de 11% em 2008, segundo o cenário de referência.

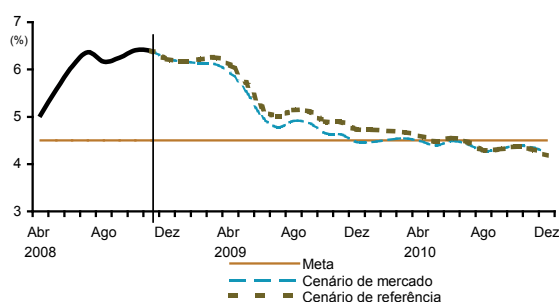
No cenário de mercado, a projeção de 6,2% para a inflação em 2008 supera em 0,2 p.p. a constante do último “Relatório de Inflação” e coincide com a associada ao cenário de referência. De acordo com o Gráfico 6.4 e a Tabela 6.2, a projeção de inflação acumulada em doze meses recua para 6,1% no primeiro trimestre de 2009, segue na mesma tendência e encerra o ano em 4,5%, igualando-se, portanto, ao valor central para a meta estabelecida pelo CMN. Esse movimento, em parte, reflete a expectativa de apreciação da taxa de câmbio em 2009. Ainda de acordo com o cenário de mercado, a projeção para a inflação acumulada em doze meses alcança 4,3% no último trimestre de 2010. Segundo a

Tabela 6.2, no cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2008 é de cerca de 9%.

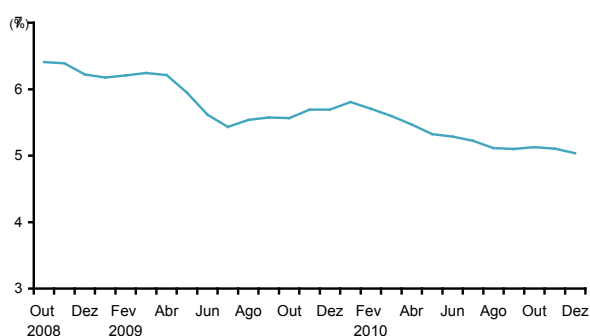
**Tabela 6.3 – Projeções do "Relatório de Inflação" de setembro de 2008**

| Período  | Cenário de referência | Cenário de mercado |
|----------|-----------------------|--------------------|
| 2008 III | 6,3                   | 6,3                |
| 2008 IV  | 6,1                   | 6,0                |
| 2009 I   | 5,7                   | 5,6                |
| 2009 II  | 4,8                   | 4,6                |
| 2009 III | 4,9                   | 4,7                |
| 2009 IV  | 4,8                   | 4,7                |
| 2010 I   | 4,7                   | 4,7                |
| 2010 II  | 4,6                   | 4,6                |
| 2010 III | 4,6                   | 4,6                |

**Gráfico 6.5 – Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses**



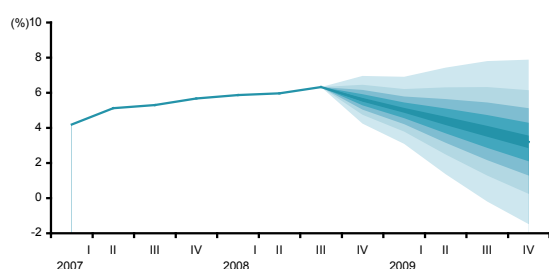
**Gráfico 6.6 – Projeção de inflação: modelos VAR**



Obs.: Inflação acumulada em 12 meses (% a.a.). Média das projeções dos modelos.

**Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 13,75% a.a. Cenário de referência**

Leque do produto



A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no Relatório anterior, cujas projeções estão reproduzidas na Tabela 6.3, indica ligeira elevação da projeção, para 2008, tanto no que se refere ao cenário de referência (0,1 p.p.) quanto ao que se refere ao cenário de mercado (0,2 p.p.). Por outro lado, para 2009, nota-se redução de 0,1 p.p. na projeção do cenário de referência e de 0,2 p.p. no cenário de mercado.

O Gráfico 6.5 apresenta a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado, até o final de 2010, bem como a trajetória de metas. Até novembro de 2008, os valores referem-se à inflação ocorrida em doze meses e, a partir de dezembro, consideram-se projeções. No cenário de referência, a projeção se eleva ligeiramente no primeiro trimestre de 2009, ocorrendo o contrário com a do cenário de mercado. No segundo trimestre de 2009, as projeções mudam de patamar e seguem leve tendência de queda, permanecendo, até junho de 2010, pouco acima do valor central de 4,5% para a meta, no caso do cenário de referência, e em torno desse valor, no caso do cenário de mercado. A partir de meados de 2010, as projeções mostram-se relativamente estáveis nos dois cenários e mantêm-se pouco abaixo do centro da 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 consta do Gráfico 6.6. Até novembro de 2008, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de dezembro, a projeções. Como se pode observar, os modelos indicam manutenção da inflação acumulada em doze meses nos patamares em que atualmente se encontra até o segundo trimestre de 2009, quando se desloca para um nível inferior, mas permanece acima do valor central da meta (4,5%) até o final do horizonte de projeção. Note-se ainda que a média das projeções geradas pelos modelos VAR aumentou em relação à apresentada no último "Relatório de Inflação".

O Gráfico 6.7 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 5,6%, 0,6 p.p. acima do valor projetado no “Relatório de Inflação” de setembro, em razão de o ritmo de crescimento verificado no terceiro trimestre haver superado as projeções. A projeção para 2009 encontra-se em 3,2%.

## Repasse Cambial para os Preços

---

A recente turbulência financeira internacional, intensificada a partir de setembro, tem ocasionado movimentos cambiais significativos. O dólar americano apreciou-se, entre o final de agosto e o final de novembro, 16% ante o euro, 18% ante a libra esterlina, 31% em relação ao dólar australiano e 41% ante o real. O aumento da aversão ao risco e a repatriação de capitais têm levado também ao fortalecimento do iene japonês, que se apreciou 12% em relação ao dólar americano e 24% ante o euro, no mesmo intervalo de tempo. Nesse contexto, é natural que autoridades monetárias se preocupem com a possibilidade de repasse das variações cambiais para os preços. Dada a relevância e a atualidade do tema, este box objetiva apresentar um breve resumo da literatura recente sobre o assunto.

Monacelli (2008) identifica três diferentes camadas de repasse, de acordo com o grau de sensibilidade dos preços domésticos aos preços internacionais. O repasse para os preços dos produtos importados no cais ou na fronteira seria elevado, mas não completo (isto é, não unitário). No caso das economias da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD), Campa e Goldberg (2005) estimam repasse médio, nessa camada, de 0,46 p.p. no curto prazo (um trimestre) e de 0,64 p.p. no longo prazo. O repasse sobre os preços dos produtos importados no varejo seria baixo, assim como o repasse para índices de preços ao consumidor, o qual dependeria da participação de bens importados na cesta de consumo e da elasticidade de substituição.

Mishkin (2008) enfatiza bastante o papel de melhores regimes monetários nas últimas décadas como fator de redução do repasse cambial. Em contextos de política monetária mais estável e previsível, com expectativas de inflação ancoradas, o

repassse tenderia a ser menor. Esse trabalho apresenta algumas razões para repasse incompleto mesmo “no cais”: prática de *pricing to market* (importadores ajustariam o coeficiente de repasse em mercados tidos como estratégicos); *local currency pricing* (as firmas definem o preço na moeda dos países para os quais exportam); rigidez de preços (repassse incompleto no curto prazo, mas completo no longo prazo); e produção internacional (quando diferentes estágios da produção ocorrem em diferentes países, o custo do produto engloba variações de diversas moedas).

Além disso, cabe lembrar que uma parcela dos custos de distribuição é doméstica, o que contribui para amenizar o repasse. Já no caso dos bens importados utilizados no processo de produção, o repasse depende do grau de substituíbilidade entre insumos importados e insumos produzidos domesticamente (Engel, 2002).

Em geral, a literatura aponta redução do repasse cambial nas últimas décadas. Gagnon e Ihrig (2004), por exemplo, estimam coeficientes de repasse para um amplo conjunto de economias maduras entre 1971 e 2002, e encontram o *pass-through* médio de 0,2 p.p. No entanto, quando reestimam o coeficiente com base em amostras que compreendem apenas períodos de regimes monetários mais estáveis, com início nos anos 80 na maioria dos países, obtêm o valor médio de 0,05 p.p.

Diversas explicações têm sido oferecidas para o recuo dos coeficientes de repasse. Campa e Goldberg (2005) encontram evidência de que o principal fator na redução do repasse cambial para preços de importação em países desenvolvidos foi a mudança na composição das importações, com aumento da participação de manufaturados, cujos preços tendem a sofrer repasse menor, em detrimento das matérias-primas. Outras explicações enfatizam o papel da rigidez de preços de bens diferenciados. Mishkin (2008), como mencionado, ressalta a melhoria da qualidade da política monetária, que seria responsável pelo reforço da ancoragem das expectativas de inflação, como fator fundamental:

*...a stable monetary policy – supported by an institutional framework that allows the central bank to pursue a policy*



*independent of fiscal considerations and political pressures – effectively removes an important potential source of high pass-through of exchange rate changes to consumer prices... an important corollary is that low exchange rate pass-through will persist only so long as the monetary authorities continue to ratify the public's expectations that they will continue to respond aggressively to shocks that have potentially persistent adverse effects on inflation.<sup>1</sup>*

Trabalhos empíricos têm procurado identificar fatores que influenciariam o repasse cambial. Goldfajn e Werlang (2000) utilizam amostra de 71 países, no período de 1980 a 1998, para avaliar em que medida diferentes fatores macroeconômicos explicariam a magnitude do repasse. Os resultados estatisticamente mais robustos apontam o grau de valorização inicial da taxa real de câmbio e o patamar inicial da inflação como os principais determinantes. Nesse sentido, quanto maior a valorização inicial, ante taxas médias ou de equilíbrio, menor o repasse. A justificativa é de que, se a variação da taxa de câmbio nominal estivesse apenas corrigindo um grande desalinhamento da taxa real de câmbio, a pressão por repasse para preços seria menor. Em outra perspectiva, quanto maior a inflação inicial, maior o repasse, pois uma inflação maior é acompanhada por grau de persistência da inflação mais elevado. A explicação de Taylor (2000) é baseada na expectativa de maior persistência de mudanças em custos e preços – além disso, no caso de países emergentes, uma hipótese seria o nível ainda elevado de indexação. Entre os fatores estatisticamente menos robustos, o texto em questão destaca o hiato do produto e a abertura da economia: quanto maior o hiato (quanto mais aquecida a economia), maior o repasse; quanto maior a abertura, maior o repasse.

Correa e Minella (2006) investigam a presença de mecanismos não lineares de repasse cambial no Brasil, usando uma curva de Phillips com limiar

---

1/ “...uma política monetária estável – sustentada por um arcabouço institucional que permita ao banco central perseguir uma política independente de considerações fiscais e pressões políticas – efetivamente remove importante fonte potencial de repasse elevado de mudanças na taxa de câmbio para os preços ao consumidor... Um corolário importante é que o repasse reduzido só irá persistir enquanto as autoridades monetárias ratifiquem as expectativas do público de que continuarão a responder agressivamente a choques que tenham efeitos adversos potencialmente persistentes sobre a inflação”. Tradução livre.

(*threshold*), para o período que vai do primeiro trimestre de 1995 ao quarto trimestre de 2005. As estimações apontam repasse maior para os preços livres quando a economia está mais aquecida e quando a depreciação cambial está acima de certo valor do que em episódios de depreciação modesta ou de apreciação cambial. Estimções atualizadas com amostra até o segundo trimestre de 2008 não apresentam mudanças significativas em relação aos resultados anteriores.

Note-se que, nessa estimação, o repasse cambial ocorre com defasagem de um trimestre, e o hiato do produto afeta a inflação com defasagem de dois trimestres. O resultado se alinha à concepção de que existem defasagens nos mecanismos de transmissão para a inflação e de que a taxa de câmbio opera com menor defasagem do que o hiato do produto. Nesse sentido, ver, por exemplo, o boxe “Política Monetária e Defasagens do Mecanismo de Transmissão”, publicado no “Relatório de Inflação” de setembro de 2007. A esse respeito, cabe notar que estimativas de modelos de Vetores Auto-Regressivos (VAR) e semi-estruturais, em bases mensais, para a economia brasileira, indicam que o impacto sobre os preços livres concentra-se nos três primeiros meses, com ligeira supremacia do segundo; do quarto ao sexto mês, o impacto seria ligeiramente menor; e, nas duas classes de modelos, após doze meses, o efeito praticamente se esgota. Não se pode desconsiderar, porém, que a defasagem do repasse para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) pode ser mais longa, visto que os itens monitorados respondem com atraso ao efeito das variações cambiais sobre índices de preço de referência.

Burstein, Eichenbaum e Rebelo (2005) estudam cinco episódios de grande depreciação cambial (contemplando o Brasil em 1999), os quais são acompanhados por grandes depreciações da taxa de câmbio real. O texto traça um paralelo entre o papel dos preços de itens não comercializáveis e de itens comercializáveis puros, que teriam variação maior. De acordo com esses autores, em geral, a literatura erra ao dividir os índices de preços simplesmente em preços de não comercializáveis e comercializáveis. A razão é que os preços dos bens comercializáveis contêm dois importantes

componentes não comercializáveis: custos de distribuição (serviços de atacado e varejo; *marketing* e propaganda; e serviços de distribuição local) e bens locais (definidos como bens que são produzidos somente para o mercado doméstico).

Em resumo, na avaliação prospectiva da magnitude do repasse das variações cambiais, devem-se levar em conta diversos fatores, como o patamar inicial de inflação, o grau corrente e esperado de utilização dos fatores de produção, o comportamento da inflação internacional e o grau de valorização inicial da taxa de câmbio real. Além disso, a literatura sugere fortemente que o grau de repasse final depende, de forma importante, da percepção dos agentes sobre a postura da política monetária.

### **Referências**

BURSTEIN, A.; EICHENBAUM, M.; REBELO, S. (2005). “Large Devaluations and the Real Exchange Rate”, *Journal of Political Economy*, 113(4), p. 742-784.

CAMPA, J. M.; GOLDBERG, L. S. (2005). “Exchange Rate Pass-Through into Import Prices”, *Review of Economics and Statistics*, 87(4), p. 679-690.

CORREA, A. S.; MINELLA, A. (2006), “Nonlinear Mechanisms of the Exchange Rate Pass-Through: A Phillips Curve Model with Threshold for Brazil”, Banco Central do Brasil, Working Paper Series nº 122, Nov.

ENGEL, C. (2002). “The Responsiveness of Consumer Prices to Exchange Rate and the Implications for Exchange-Rate Policy: A Survey of a Few Recent New Open-Economy Macro Models”, NBER Working Paper nº 8.725, Jan.

GAGNON, J. E.; IHRIG, J. (2004). “Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through”, *International Journal of Finance and Economics* 9, p. 315-338.

GOLDFAJN, I.; WERLANG, S. R. C. (2000). “The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study”, Banco Central do Brasil, Working Paper Series nº 5, Banco Central do Brasil, Set.

MISHKIN, F. S. (2008). “Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy”, NBER Working Paper n° 13.889, Abril.

MONACELLI, T. (2008). Class notes “Exchange Rate Pass-Through: Definition, Evidence, Data, Theory, and Methodology”. Mimeo. Curso Unibacen-Cemla.

TAYLOR, J. (2000). “Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms”, *European Economic Review*, 44, p. 1.389-1.408.

## Persistência da Inflação

---

Para os formuladores de política monetária, uma das características mais relevantes da dinâmica da inflação é seu grau de persistência, haja vista que a política monetária atua no sentido de diminuí-lo. É nesse contexto que se deve avaliar a importância da meta para a inflação, no sentido de ancorar as expectativas. Isso porque, quanto mais ancoradas as expectativas, menos responsiva a choques transitórios (menos persistente) será a inflação. Nos últimos anos, tanto economias maduras como emergentes têm experimentado mudanças significativas nos graus de persistência de sua inflação. Além de apresentar breve exposição sobre a literatura correlata, o objetivo deste box consiste em analisar a persistência da inflação de 1995 até o presente para alguns países, selecionados entre economias maduras e emergentes<sup>1</sup>.

De acordo com Cecchetti *et al.* (2007), tanto a volatilidade como a persistência da inflação têm diminuído nos últimos anos nas economias maduras. Nessas economias, as décadas de 60 e 70 foram marcadas por políticas monetárias pouco ativas no combate à inflação, portanto, caracterizadas por altas generalizadas de preços. Por sua vez, as décadas mais recentes (90 e 2000) se distinguem por políticas monetárias ativas e por patamares de inflação moderados. Nos Estados Unidos da América (EUA), em particular, a década de 90 é conhecida como período de grande moderação, com crescimento do produto e diminuição da inflação<sup>2</sup>.

---

1/ A amostra de países emergentes é composta de Brasil e Chile, e Alemanha, Canadá, Estados Unidos da América, França, Itália e Reino Unido compõem a amostra de economias maduras.

2/ Ver Stock e Watson (2003) para uma breve análise da política monetária em economias maduras em anos recentes.

Ao contrário das economias maduras, as emergentes conviveram muito mais tempo com níveis elevados de inflação. Alguns países – como Brasil, Argentina e Turquia – experimentaram longos períodos de hiperinflação nos últimos quarenta anos. Só recentemente, as taxas de inflação nesses países começaram a ceder. Isso, em parte, pode ser atribuído a mudanças importantes na condução de suas políticas macroeconômicas<sup>3</sup>. Mesmo assim, não está claro se a diminuição dos níveis inflacionários nesses países foi acompanhada de redução na persistência da respectiva inflação.

No caso do Brasil, há dois pontos particularmente vinculados à persistência da inflação. Primeiro, em decorrência dos níveis extremamente elevados de inflação que o país experimentou durante décadas, a memória inflacionária talvez ainda seja relevante. Além disso, parte considerável da inflação brasileira, associada aos preços de bens e serviços administrados por contrato e monitorados, ainda é formalmente indexada devido a cláusulas contratuais, e mesmo no conjunto de preços livres há itens, como aluguel e taxas condominiais, que seguem práticas de indexação.

A literatura sobre o assunto é diversificada. Por exemplo, Stock e Watson (2007) mostram que a dinâmica de inflação nos EUA é bem descrita por uma soma de fatores latentes, ciclo e tendência, ambos com volatilidade estocástica, sendo o primeiro um processo estacionário, e o segundo, um processo não estacionário. Os autores concluem que a persistência da inflação, representada pela tendência, vem diminuindo consideravelmente nos últimos anos. Esses resultados são confirmados por Mishkin (2007).

Cechetti *et al.* (2007) também utilizam a metodologia de Stock e Watson (2007) para estudar a dinâmica da inflação nos países do G7<sup>4</sup> nos últimos trinta anos e obtêm resultados semelhantes.

A persistência também é avaliada por meio de modelos semi-estuturais, como a curva de Phillips

---

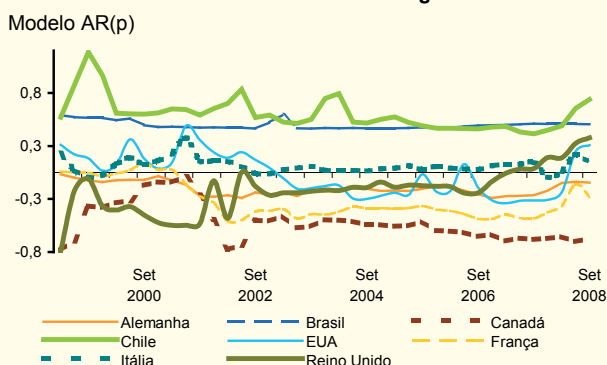
3/ Podemos citar, como exemplos, a introdução do regime de metas para a inflação, a redução dos deficits orçamentários, a adoção de regimes de câmbio flutuante e a abertura comercial, dentre outros.

4/ Estados Unidos, Inglaterra, França, Japão, Itália, Alemanha e Canadá.

novo keynesiana. Por exemplo, Rudd e Whelan (2007) utilizam uma curva de Phillips novo keynesiana híbrida (com defasagens da inflação) e concluem que a inflação norte-americana recente é bem mais *forward-looking* do que *backward-looking*, evidência de que a persistência da inflação vem diminuindo.

Voltando-se agora para o principal objetivo deste boxe, qual seja, comparar a persistência da inflação em economias emergentes e maduras, foram selecionadas as seguintes abordagens: um modelo auto-regressivo com p defasagens para a inflação, AR(p); um AR(P) que inclui defasagens do hiato do produto<sup>5</sup>; e curvas de Phillips novo keynesianas híbridas<sup>6</sup>. Em todos os casos, a variável dependente é representada pela inflação plena ao consumidor de cada economia. Nos modelos auto-regressivos, as defasagens foram escolhidas de modo que se eliminasse a autocorrelação serial nos resíduos. No que se refere aos modelos novos keynesianos híbridos, às especificações auto-regressivas, foi adicionado um termo *forward-looking* da inflação e uma defasagem do hiato do produto. A amostra considerada nas estimações para os países fora da Europa compreende informações trimestrais para o período que se estende do segundo trimestre de 1995 ao segundo trimestre de 2008 (1995T2-2008T2), e para os países europeus, o período é menor, de 1999T1 a 2008T2<sup>7</sup>. A medida de persistência é dada pela soma dos coeficientes defasados da inflação em todos os processos estimados<sup>8</sup>. Para analisar a evolução temporal da persistência, recorre-se à técnica de mínimos quadrados recursivos.

**Gráfico 1 – Soma dos coeficientes auto-regressivos**



O Gráfico 1 apresenta os resultados obtidos por meio dos modelos AR(p). Nota-se que, no Brasil e no Chile, a persistência inflacionária é maior do que nos outros países. Percebe-se também maior estabilidade da persistência da inflação brasileira após a implementação do regime de metas para a inflação em 1999, exceto no período de crise de

5/ O hiato do produto é calculado pela diferença entre o Produto Interno Bruto (PIB) dessazonalizado e o PIB potencial, calculado com aplicação do filtro de Hodrick-Prescott.

6/ Curvas de Phillips sem o *pass-through* da taxa de câmbio para a inflação, abrangendo termos defasados da inflação.

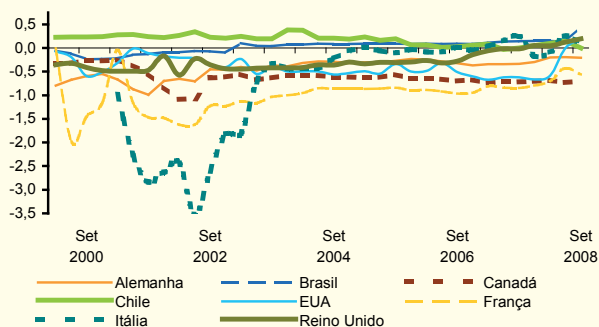
7/ Os dados de inflação ao consumidor e PIB de Alemanha, Brasil, Canadá, Chile, Estados Unidos, França, Itália e Reino Unido foram obtidos no *International Financial Statistics* do Fundo Monetário Internacional (IFS-IMF).

8/ Ver Mishkin (2007).

confiança (final de 2002 e início de 2003). Vale ressaltar que as economias maduras, com exceção da Itália, apresentam medidas negativas de persistência, o que indica que a inflação reverte à média em poucos trimestres. Destaca-se, ainda, que no passado recente a inflação nesses países aparenta ter maior grau de persistência.

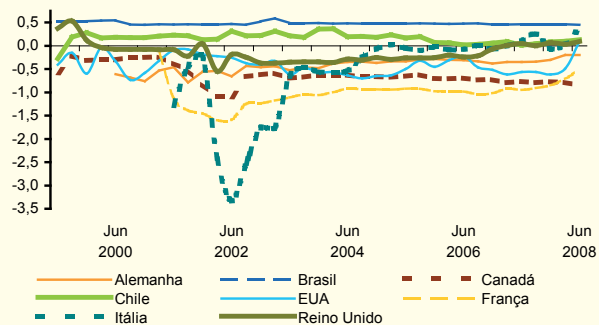
**Gráfico 2 – Soma dos coeficientes auto-regressivos**

Modelo AR(p) com hiato do produto



**Gráfico 3 – Soma dos coeficientes auto-regressivos**

Curva de Phillips híbrida



De acordo com o Gráfico 2, que reproduz os resultados gerados por modelos AR(p) com defasagens para o hiato do produto, a reversão da inflação à média é comportamento-padrão. Brasil e Chile continuam com patamar mais elevado de persistência inflacionária, comparados com as demais economias.

Os resultados obtidos com a estimação de uma curva de Phillips híbrida (Gráfico 3) mostram que o Brasil apresenta a inflação ao consumidor mais persistente entre os países analisados, em toda a amostra, seguido pelo Chile, embora em alguns outros países, como Estados Unidos e Reino Unido, a inflação tenha mostrado maior persistência recentemente.

Em suma, conclui-se que, embora os países emergentes da amostra analisada – Brasil e Chile – tenham reduzido sua persistência de inflação nos últimos anos, ainda apresentam níveis superiores àqueles observados em economias maduras.

A despeito dos recentes esforços das autoridades monetárias do Brasil e do Chile em ancorar as expectativas de inflação, parece que décadas de elevadas taxas de inflação nessas economias ensejam a preservação de mecanismos formais e informais de indexação, que se manifesta em maior grau de persistência de inflação, em comparação ao observado em economias maduras.



## Referências

CECHETTI, G. S.; HOOPER, P.; KASMAN, C. B.; SCHOENHOLTZ, L. K.; WATSON, W. M. (2007). “Understanding the Evolving Inflation Process”. U.S. Monetary Policy Forum. Disponível em: <http://research.chicagogsb.edu/igm/events/conferences/2007-usmonetaryforum.aspx>.

MISHKIN, S. F. (2007). “Inflation Dynamics”. *International Finance*, 10(3), p. 317-334.

RUDD, J.; WHELAN, K. (2007). “Modelling Inflation Dynamics: A Critical Review of Recent Research”. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39 (s1), p. 151-170.

STOCK, H. J.; WATSON, W. M. (2003). “Has the Business Cycle Changed? Evidence and Explanations”. In: Symposium “Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy”. Federal Reserve Bank of Kansas City.

STOCK, H. J.; WATSON, W. M. (2007). “Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast?” *Journal of Money, Credit and Banking*, 39 (s1), p. 3-33.

## Inflação Observada e Metas para a Inflação: a experiência internacional e o Brasil

---

Este boxe segue a mesma linha do texto publicado no “Relatório de Inflação” de dezembro de 2006 e, com base em conjunto de informação atualizado, analisa a evolução da inflação observada em relação às metas estabelecidas, levando em conta os respectivos intervalos de tolerância, para uma amostra de países que adotam o regime de metas para a inflação. Para cada país, o período analisado vai do trimestre em que o regime de metas foi adotado até o terceiro trimestre de 2008. Compara-se a inflação acumulada em quatro trimestres com os valores estabelecidos, também para o acumulado de quatro trimestres, das metas e dos intervalos de tolerância, fazendo-se interpolações, quando necessárias.

A Tabela 1 mostra, país por país, as freqüências associadas a diferentes realizações da inflação observada em relação à meta estabelecida. A amostra foi dividida entre economias emergentes – historicamente mais suscetíveis a choques externos – e economias industrializadas. Da análise da Tabela 1, infere-se que, para os dois grupos, é alta a freqüência com que a inflação observada permaneceu fora do intervalo de tolerância: 40% nas economias industrializadas e 49% nas economias emergentes. Nos períodos em que a inflação ficou fora do intervalo de tolerância nas economias industrializadas, houve, aproximadamente, equilíbrio entre a freqüência em que permaneceu abaixo ou acima dos limites inferior e superior; e, no caso das economias emergentes, foi bem maior a freqüência em que a inflação ficou acima do limite superior do intervalo de tolerância.

Em apenas 3% dos trimestres considerados, tanto para as economias emergentes quanto para as industrializadas, em média, a inflação coincidiu com o valor central. Os dados informam, ainda,

que em 48% da amostra para as economias industrializadas, a inflação ficou abaixo do centro da meta (44%, no caso das emergentes). Nas economias industrializadas, em 27% dos trimestres a inflação se posicionou entre o piso do intervalo de tolerância e o centro da meta (25% nas emergentes); e em 31%, entre o teto do intervalo de tolerância e o centro da meta (22% nas emergentes). Nas economias industrializadas, em 19% das ocasiões o limite superior do intervalo de tolerância foi ultrapassado (30% nas emergentes). Ou seja, no período considerado, ficar acima do valor central esteve, no grupo de economias industrializadas, mais associado a ficar dentro do intervalo de tolerância, e, no grupo das emergentes, a ficar acima do limite superior do intervalo de tolerância.

Como nas demais economias, no Brasil, o valor central do intervalo de tolerância raramente foi atingido. Em apenas 6% dos casos – o que corresponde a duas observações, último trimestre de 2000 e último trimestre de 2007 – a inflação observada coincidiu com o valor central da meta. A frequência total em que a inflação permaneceu fora do intervalo de tolerância (27%) foi inferior à observada, em média, tanto no grupo dos emergentes (49%) quanto no dos industrializados (40%). No entanto, ao contrário do ocorrido na maioria das demais economias, no Brasil a inflação observada nunca ficou abaixo do limite inferior do intervalo de tolerância. Nesse sentido, tal como verificado no México e na África do Sul, a inflação fora do intervalo de tolerância correspondeu, sempre, à inflação acima do limite superior desse intervalo.

Em relação à distribuição da inflação dentro do intervalo de tolerância, a experiência brasileira diverge do padrão identificado na média da amostra. No Brasil, quando a inflação permaneceu dentro do intervalo de tolerância, a frequência em que se posicionou acima do valor central superou, com larga margem, aquela em que permaneceu abaixo, uma distribuição que se distancia bastante da média das demais economias, emergentes ou industrializadas. Cabe notar ainda que, diferentemente do que se observou na maioria dos países, verificou-se no Brasil baixa frequência de casos em que a inflação foi menor do que o valor central da meta, apenas

24%, ante 44% no grupo dos emergentes e 48% no dos industrializadas.

Ao se analisar o comportamento recente, a inflação brasileira permaneceu abaixo do valor central da meta do segundo trimestre de 2006 ao último de 2007, e acima a partir do primeiro de 2008. A elevação das taxas de inflação em 2008 não se restringiu à economia brasileira. A Tabela 2 mostra, país por país, a diferença entre a inflação realizada e o teto da meta, para 2007 e para os três primeiros trimestres de 2008. Enquanto apenas dois países emergentes (Hungria e México) e um país industrializado (Inglaterra) apresentavam inflação acima do teto da meta no primeiro trimestre de 2007, todos os países da amostra – industrializados e emergentes (com a única exceção do Brasil) – apresentavam inflação acima do teto da meta no terceiro trimestre de 2008.

Em resumo, as evidências apresentadas neste box, com base em dados para um conjunto de economias que utilizam o regime de metas para a inflação como arcabouço para a condução da política monetária, mostram que não se deve esperar que a inflação observada posicione-se sistematicamente abaixo ou acima do valor central do intervalo de tolerância para a meta. É natural, e consistente com a experiência internacional, que a taxa de inflação efetivamente observada gravite em torno do centro do intervalo de tolerância para a meta, raramente atingindo esse ponto central com exatidão. Também não é incomum, de acordo com o padrão identificado em outras economias, que a inflação observada, ao oscilar em torno do valor central para a meta, rompa por vezes os limites do intervalo de tolerância, tanto para cima como para baixo.

**Tabela 1 – Cumprimento trimestral das metas de inflação em países selecionados**

| País                 | Início do regime de metas | $\pi < \text{piso da meta}$ | $\text{piso} < \pi < \text{valor central da meta}$ | $\text{valor central} < \pi < \text{teto da meta}$ | $\text{teto da meta} < \pi$ | $\pi < \text{valor central}$ | $\pi > \text{valor central}$ | $\pi = \text{valor central}$ |
|----------------------|---------------------------|-----------------------------|--|--|-----------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| <b>Emergentes</b>    |                           | (A)                         | (B)  | (C)  | (D)                         | (A + B)                      | (C + D)                      |                              |
| África do Sul        | 2000                      | 0%                          | 30%  | 26%  | 44%                         | 30%                          | 70%                          | 0%                           |
| Chile                | 1991                      | 14%                         | 31%  | 37%  | 15%                         | 45%                          | 52%                          | 3%                           |
| Hungria              | 2001                      | 3%                          | 26%  | 16%  | 52%                         | 29%                          | 68%                          | 3%                           |
| México               | 2001                      | 0%                          | 19%  | 32%  | 45%                         | 19%                          | 77%                          | 4%                           |
| Peru                 | 1994                      | 37%                         | 27%  | 12%  | 19%                         | 64%                          | 31%                          | 5%                           |
| Polônia              | 1999                      | 46%                         | 13%  | 5%   | 33%                         | 59%                          | 38%                          | 3%                           |
| Média ponderada      |                           | 19%                         | 25%  | 22%  | 30%                         | 45%                          | 52%                          | 3%                           |
| <b>Desenvolvidos</b> |                           |                             |  |  |                             |                              |                              |                              |
| Austrália            | 1993                      | 32%                         | 13%  | 17%  | 32%                         | 44%                          | 49%                          | 7%                           |
| Canadá               | 1991                      | 24%                         | 25%  | 34%  | 14%                         | 49%                          | 48%                          | 3%                           |
| Inglaterra           | 1992                      | 3%                          | 34%  | 51%  | 7%                          | 37%                          | 58%                          | 5%                           |
| Noruega              | 2001                      | 39%                         | 32%  | 16%  | 13%                         | 71%                          | 29%                          | 0%                           |
| Nova Zelândia        | 1990                      | 4%                          | 24%  | 39%  | 32%                         | 28%                          | 71%                          | 1%                           |
| Suécia               | 1995                      | 38%                         | 35%  | 20%  | 7%                          | 73%                          | 27%                          | 0%                           |
| Média ponderada      |                           | 21%                         | 27%  | 31%  | 19%                         | 47%                          | 50%                          | 3%                           |
| Brasil               | 1999                      | 0%                          | 24%  | 43%  | 27%                         | 24%                          | 70%                          | 6%                           |

\* $\pi$  refere-se à inflação acumulada em quatro trimestres.

**Tabela 2 – Desvios entre inflação e limite superior da meta**

| País                 | 2007 |      |      |      | 2008 |      |      |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|
|                      | I    | II   | III  | IV   | I    | II   | III  |
| <b>Emergentes</b>    |      |      |      |      |      |      |      |
| África do Sul        | -0,5 | 0,4  | 0,7  | 2,6  | 4,1  | 5,6  | 7,0  |
| Chile                | -1,4 | -0,8 | 1,8  | 3,8  | 4,5  | 5,5  | 5,2  |
| Hungria              | 4,6  | 4,3  | 2,3  | 3,4  | 2,7  | 2,7  | 1,7  |
| México               | 0,2  | 0,0  | -0,2 | -0,2 | 0,3  | 1,3  | 1,5  |
| Peru                 | -2,7 | -1,4 | -0,2 | 0,9  | 2,6  | 2,7  | 3,2  |
| Polônia              | -1,0 | -0,9 | -1,2 | 0,5  | 0,6  | 1,1  | 1,0  |
| Média                | -0,1 | 0,3  | 0,5  | 1,8  | 2,5  | 3,2  | 3,3  |
| <b>Desenvolvidos</b> |      |      |      |      |      |      |      |
| Austrália            | -0,6 | -0,9 | -1,1 | 0,0  | 1,2  | 1,5  | 2,0  |
| Canadá               | -0,7 | -0,8 | -0,5 | -0,6 | -1,6 | 0,1  | 0,4  |
| Inglaterra           | 0,1  | -0,6 | -1,2 | -0,9 | -0,5 | 0,8  | 2,2  |
| Noruega              | -2,4 | -3,1 | -3,8 | -0,7 | -0,3 | -0,1 | 1,8  |
| Nova Zelândia        | -0,5 | -1,0 | -1,2 | 0,2  | 0,4  | 1,0  | 2,1  |
| Suécia               | -1,1 | -1,1 | -0,8 | 0,5  | 0,4  | 1,2  | 1,4  |
| Média                | -0,9 | -1,3 | -1,4 | -0,3 | -0,1 | 0,8  | 1,7  |
| Brasil               | -3,5 | -2,8 | -2,4 | -2,0 | -1,8 | -0,4 | -0,2 |

\*Refere-se à inflação acumulada em quatro trimestres.

### Notas da 138ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

---

**Data:** 28 e 29/10/2008

**Local:** Sala de reuniões do 8º andar (28/10) e do 20º andar (29/10) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início:** 18h10 (28/10) e 17h40 (29/10)

**Horário de término:** 20h05 (28/10) e 19h50 (29/10)

**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

Mario Gomes Torós

Mário Magalhães Carvalho Mesquita

**Chefes de Departamento (presentes no dia 28)**

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo –

Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 29)

João Henrique de Paula Freitas Simão –

Departamento de Operações do Mercado Aberto

José Antônio 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 28)

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

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 setembro para 0,26%, ante 0,28% em agosto e 0,53% em julho. Com isso, a inflação alcançou 4,76% nos primeiros nove meses de 2008 – a maior variação nesses meses desde 2004 – ante 2,99% em igual período de 2007. Em doze meses, a inflação deslocou-se de 6,17% em agosto para 6,25% em setembro (4,15% em setembro de 2007), voltando a aumentar. Sob esse critério de comparação, a aceleração do nível de preços ao consumidor reflete tanto o comportamento dos preços administrados por contrato e monitorados quanto o dos preços livres. Com efeito, os incrementos dos preços livres e dos administrados alcançaram, respectivamente, 7,66% e 3,05% em doze meses até

setembro, ante 5,07% e 2,12% até setembro de 2007. Além disso, note-se que, a despeito da apreciação cambial observada até então, os preços de bens comercializáveis mostraram aceleração e variaram 6,78% em doze meses até setembro (4,92% em setembro 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 (8,49%), evidenciando a influência de fatores domésticos sobre a dinâmica inflacionária. No caso dos serviços, por exemplo, a inflação acumulada em doze meses passou de 4,79% em setembro de 2007 para 5,19% em dezembro e para 6,27% em setembro de 2008. Evidências preliminares relativas a outubro apontam inflação ao consumidor em patamar superior ao observado em setembro. Em síntese, ainda não se consolidou o processo de reversão da tendência de progressivo afastamento da inflação em relação à trajetória de metas, que vem se verificando desde o final de 2007.

2. As três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central do Brasil têm evoluído em dissonância com o índice pleno. Os núcleos por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio e pelo critério de médias aparadas com suavização aceleraram de 0,50% e 0,36% em agosto para 0,62% e 0,43% em setembro, respectivamente, enquanto o núcleo por médias aparadas sem suavização variou 0,41%, ante 0,42% em agosto. Assim como no caso do índice pleno, a inflação acumulada nos primeiros nove meses de 2008 pelas três medidas de núcleo exibiu sensível elevação frente às taxas verificadas no mesmo período de 2007, com deslocamentos de 2,70%, 2,81% e 2,43% para 4,83%, 3,71% e 3,94%, 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 5,70% em julho para 5,87% em agosto e para 6,26% em setembro. Os núcleos por médias aparadas, com e sem suavização, também mostraram aceleração, ainda que mais comedida, sob esse critério, nos últimos meses. O núcleo por médias aparadas com suavização deslocou-se de 4,89% em julho, para 4,85% em agosto e para 4,94% em setembro, ao passo que o núcleo por médias

aparadas sem suavização avançou de 4,92% em julho para 4,91% em agosto e 5,15% em setembro. Com isso, todas as medidas de núcleo permanecem 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 deste Comitê.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) deslocou-se de 1,12% em julho para -0,38% em agosto e 0,36% em setembro. No acumulado em doze meses, a variação do IGP-DI recuou de 14,81% em julho para 12,80% em agosto e para 11,90% em setembro, ante 6,16% em setembro de 2007. A aceleração do IGP-DI em doze meses até setembro refletiu o comportamento de seus três principais componentes. O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 5,60% (4,50% em setembro de 2007), enquanto o Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) teve incremento de 14,33% (6,92% em setembro de 2007). Na mesma base de comparação, o Índice Nacional da Construção Civil (INCC) variou 11,88% (5,46% em setembro de 2007). No que se refere especificamente ao IPA agrícola, a variação atingiu 15,84% (19,50% em setembro 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 consistentes de acomodação. Nos primeiros nove meses do ano, os preços industriais no atacado tiveram elevação de 11,72%, ante 2,54% 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 13,78% em setembro 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. A média móvel trimestral da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou 1,0% em agosto, após alta de 1,1% no mês anterior. Ainda considerando a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, após a expansão de 1,4% verificada em julho, a produção física da indústria recuou 1,3% em agosto, 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 6,0% no ano até agosto, sendo 6,0% na indústria de transformação e 7,1% na extrativa. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exibiu expansão de 2,0% em agosto (contando com um dia útil a menos), com crescimento de 8,5% na indústria extrativa e de 1,6% na de transformação. Os dados já divulgados referentes aos últimos meses apontavam, em suma, para a continuidade do ciclo de crescimento industrial, ainda que possa ocorrer 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 turbulência financeira internacional.

5. Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de consumo duráveis cresceu 2,1% em agosto. No que se refere às demais categorias de uso, a produção de bens intermediários recuou 2,7%; a de semiduráveis, 0,3%, enquanto a produção de bens de capital se manteve estável. Em termos de expansão acumulada no ano, o setor de bens de capital lidera, com 18,1%, seguido pelo setor de bens duráveis (11,8%). O dinamismo da produção de bens de capital até agosto vem refletindo a consolidação das perspectivas favoráveis à continuidade da estabilidade macroeconômica. Por sua vez, a expansão da produção de bens duráveis tem refletido, em grande parte, as condições de crédito, que até recentemente permaneciam mais favoráveis do que o padrão histórico.

6. 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 8,1% em julho para 7,6% em agosto, patamar que foi mantido em setembro, ante 9% em setembro de 2007. Com isso, a taxa média de desemprego nos primeiros nove 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 7,4% em agosto para 7,6% em setembro, mostrando nos últimos meses relativa estabilidade em patamares historicamente reduzidos. O rendimento médio nominal da população ocupada teve elevação de 13,0%, em agosto, e acelerou para 13,7% em setembro, na comparação interanual. Em agosto, o rendimento médio real habitualmente recebido teve alta de 2,1% ante julho (elevação de 5,7% frente a agosto de 2007). Já em setembro, a elevação do rendimento médio real foi de 0,9% frente ao mês anterior e de 6,4% na comparação interanual (o maior para essa base de comparação desde julho de 2006), comportamento que evidencia o aquecimento do mercado de trabalho. Nos primeiros nove meses do ano, o rendimento médio real teve alta de 3,2%, enquanto o pessoal ocupado cresceu 3,9%. Em consequência, a expansão da massa salarial real atingiu 7,3% (expansão de 10,0% em setembro, 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 0,1% em agosto (ante 0,6% em julho e 0,5% em junho), 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%, com variação em doze meses alcançando 4,4%. Segundo dados do IBGE, o pessoal ocupado na indústria caiu 0,1% em agosto (ante alta de 0,7% em julho e de 0,6% em junho), na série com ajuste sazonal, acumulando 2,9% em doze meses e alta de 2,5% comparativamente a agosto 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 239,1 mil postos de trabalho em agosto e de 282,8 mil em setembro, o melhor resultado da série histórica para o período, seja considerado o mês, o acumulado no ano ou em doze meses. Nos nove primeiros meses do ano, o saldo de empregos atingiu o recorde histórico de 2.086,6 mil contratações para o período, superior em 25% ao do último recorde, registrado em 2004, evidenciando robusta demanda por trabalho. Dados dessazonalizados mostram crescimento de 0,6% no nível de emprego formal em setembro, e dados



observados apontam incremento de 6,3% em doze meses. Em setembro, o setor que mais admitiu foi o da indústria de transformação, com a abertura de 114,0 mil postos, seguido pelo setor de serviços (104,7 mil vagas) e pelo comércio (53,3 mil empregos). Já a agropecuária, por motivos sazonais relacionados à entressafra no Centro-Sul do país, foi o único setor que apresentou redução no emprego (perda de 25,3 mil postos).

7. O volume de vendas do comércio varejista ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, recuou 1,6% em agosto, após altas de 0,3% em julho e 1,1% em junho. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve crescimento de 7,0%, acumulando 13,5% no ano. A média móvel trimestral da taxa de crescimento do comércio varejista ampliado recuou 0,1% entre agosto e julho, interrompendo uma seqüência de 27 aumentos consecutivos do indicador. Na comparação com o mês anterior, pela série com ajuste sazonal, destacam-se as vendas no segmento livros, jornais, revistas e papelaria (3,2%), seguido por hiper, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo (1,1%) e móveis e eletrodomésticos (1,0%). No ano até agosto, o crescimento acumulado foi maior nos segmentos de livros, jornais, revistas e papelaria (31,3%), outros artigos de uso pessoal e doméstico (20,6%) e veículos e motos, partes e peças (19,8%). Note-se que a queda do comércio ampliado em agosto era esperada, devido à sinalização dos dados de vendas de veículos da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), que apresentaram recuo de 11,1% no mês, na série com ajuste sazonal. Em setembro, o comércio ampliado deve registrar alta, influenciado pelo comportamento de veículos (dados da Fenabreve apontaram alta de 8,6%, comparativamente a agosto, na série dessazonalizada). O sólido desempenho do comércio varejista vinha, em suma, refletindo tanto o comportamento dos segmentos mais sensíveis à expansão da renda e do emprego quanto o daqueles mais sensíveis às condições de crédito. Nos próximos trimestres, a trajetória do comércio varejista continuará sendo impulsionada pelas transferências governamentais e pelo crescimento dos níveis de emprego e da renda, mas será também afetada, caso persistam, pela mudança nas condições

de acesso ao crédito, que não deve ser integralmente atribuída às decisões de política monetária, e pela deterioração da confiança dos consumidores.

8. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação atingiu 83,1% em agosto, próximo ao patamar observado em junho, após ter subido para 83,7% em julho, segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central. A série dessazonalizada pela própria CNI mostra ligeira tendência de elevação, tendo atingido 83,5% em agosto, o ponto máximo desde 2003. Considerando a série sem ajuste sazonal, em agosto o Nuci se situou 0,4 p.p. acima do patamar registrado no mesmo mês de 2007. Com isso, a taxa média dos primeiros oito meses do ano foi 0,9 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 setembro, 0,3 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 (5,4 p.p.), bens de consumo (3,5 p.p.) e bens de capital (1,9 p.p.). Para bens intermediários, o Nuci situou-se 1,5 p.p. abaixo do nível de setembro de 2007. A manutenção das taxas de utilização em patamares historicamente elevados manifesta-se em diversos setores (máximos históricos foram observados em setembro nas indústrias de bens de consumo e de material de construção) e ocorre a despeito dos investimentos realizados nos últimos doze meses. De fato, dados recentes sobre a absorção de bens de capital ainda não permitiam inferir que a tendência de expansão do investimento estaria sofrendo uma inflexão. A absorção de bens de capital apresentou crescimento de 1,3% em agosto, dados dessazonalizados, e de 19,7% no acumulado do ano, dados observados, ante -1,3% e 20,9%, em julho, nas mesmas bases de comparação. Por outro lado, a produção de insumos para a construção civil mostrou estabilidade, na margem, em agosto, após crescer 2,4% em julho, mantendo crescimento de 10,5% no acumulado do 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.

9. 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 setembro totalizou US\$28,7 bilhões (33,5% inferior ao verificado em setembro de 2007). Esse resultado adveio de US\$194,9 bilhões em exportações e US\$166,2 bilhões em importações, com crescimento de 27,0% e de 50,7%, respectivamente, em relação aos doze meses findos em setembro 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 (este fator de sustentação do valor exportado pode se alterar caso persistam tendências recentes dos preços de matérias-primas). A redução dos superávits comerciais contribuiu para que o saldo em transações correntes registrasse déficit de US\$25,2 bilhões em doze meses até setembro de 2008, equivalente a 1,6% do Produto Interno Bruto (PIB). Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos chegaram, nos doze meses até setembro, a US\$37,4 bilhões, equivalentes a 2,4% do PIB.

10. O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado pela severa intensificação do estresse nos mercados financeiros internacionais, com origem nos Estados Unidos e na Europa, mas cujas repercussões sobre as economias emergentes se tornaram mais significativas. O aumento da aversão ao risco, a partir de meados de setembro, após a quebra de importante instituição financeira norte-americana, levou as autoridades nos EUA, Europa e Oceania a intervir de forma inédita em seus sistemas financeiros, utilizando ampla gama de instrumentos, com vistas a assegurar condições mínimas de funcionamento e

liquidez nos mercados monetários. Ainda que siga elevada a percepção de risco sistêmico, tais iniciativas, acompanhadas por programas de reforço da base de capital de instituições financeiras relevantes, parecem ter logrado restabelecer o funcionamento dos mercados interbancários. A contração da liquidez internacional contribuiu para um processo de desalavancagem por parte de administradores de recursos, o que, por sua vez, vem exercendo influência baixista generalizada sobre os preços de ativos. Em ambiente de maior aversão ao risco e fluxos de capitais mais escassos, as pressões sobre moedas de economias emergentes se intensificaram. Nesse contexto, o recente anúncio de acordos de *swaps* de moedas entre o *Federal Reserve* dos EUA e o Banco Central do Brasil, assim como com a Autoridade Monetária de Cingapura, o Banco da Coreia e o Banco do México, deve contribuir para mitigar – sem, contudo, eliminar por completo – os impactos da turbulência financeira internacional sobre os mercados emergentes.

11. No que se refere ao cenário macroeconômico global, as tendências contracionistas parecem estar gradativamente prevalecendo sobre as pressões inflacionárias, que, todavia, continuam. 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 e generalizado da atividade nas economias maduras. Há evidências de que a debilitação mais pronunciada da atividade econômica na Europa e em 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. Por outro lado, os problemas do sistema financeiro 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. 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 o efeito riqueza negativo associado às quedas dos preços de ativos financeiros, tem afetado a confiança dos consumidores, contribuindo

de forma importante para deprimir o dispêndio. A avaliação predominante é de que a atividade na Europa e no Japão deve continuar apresentando perda de dinamismo nos próximos meses. Nas economias maduras, onde a ancoragem das expectativas de inflação é mais forte e a atividade econômica vem se enfraquecendo consideravelmente, as pressões inflacionárias têm mostrado redução relativamente rápida. Já nas economias emergentes, onde os efeitos secundários da elevação dos preços de matérias-primas sobre os preços ao consumidor e as pressões da demanda aquecida sobre a capacidade de expansão da oferta vinham sendo mais intensos, as pressões inflacionárias têm mostrado maior persistência. Nesse contexto, as políticas monetárias adquiriram caráter majoritariamente expansionista nas economias maduras, enquanto a situação nas economias emergentes, que, além dos fatores citados acima, tem sido influenciada pela tendência de depreciação cambial, parece mais heterogênea.

12. Os preços do petróleo continuam altamente voláteis, mas recuaram de forma expressiva desde a última reunião deste Comitê. As cotações nos mercados futuros têm acompanhado o comportamento dos preços de petróleo para pronta entrega. Entretanto, a incerteza que envolve essas cotações 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 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, a redução dos preços internacionais do petróleo pode eventualmente se transmitir à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto pelo efeito potencial sobre as expectativas de inflação. Os preços de outras *commodities* também mostraram reduções importantes desde a última reunião do Copom,

reagindo tanto ao maior pessimismo sobre as perspectivas para o crescimento da economia mundial, quanto à intensificação da turbulência nos mercados financeiros globais.

### **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 alterada para 3,8%, ante os 4,0% considerados na reunião de setembro. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,71% do total do IPCA de setembro;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2009 foi alterada de 4,8% para 5,5%. 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

e) a trajetória estimada para a taxa do *swap* de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 147 p.b. no quarto trimestre de 2008 e de 85 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 superávit 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 setembro, houve relativa estabilidade na mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2008, que passou de 6,27% para 6,29%. As expectativas para os próximos doze meses sofreram ligeira elevação, de 5,22% para 5,29%, 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\$2,25 e da taxa Selic em 13,75% em todo o horizonte de previsão, a projeção para a inflação em 2008 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de setembro, e 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 elevação em relação ao valor considerado na última reunião do Copom, e permanece, portanto, acima do valor central para a meta de inflação. Em relação a 2009, a projeção do cenário de referência elevou-se em relação ao valor previsto na reunião de setembro, enquanto a projeção do cenário de mercado sofreu ligeira redução, mas, em ambos os casos, 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 disponíveis referentes à atividade econômica indicam que o ritmo de expansão da demanda doméstica continua bastante robusto, respondendo, ao menos parcialmente, pela tendência de aceleração da inflação, a despeito do forte crescimento das importações e do comportamento benigno do investimento. Note-se, adicionalmente,

que o aumento da aversão ao risco e o aperto, inédito nas últimas décadas, das condições de liquidez prevalentes nos mercados internacionais impõem algum ajuste no balanço de pagamentos que, a despeito do aumento da resiliência externa da economia brasileira, pode ocasionar incremento das pressões inflacionárias, especialmente no curto prazo. Assim, em linhas gerais, a influência do cenário externo sobre a trajetória prospectiva da inflação brasileira continua sujeita a efeitos contraditórios, que podem atuar com intensidade distinta ao longo do tempo, e envolta em considerável incerteza. Por um lado, uma desaceleração mais generalizada da atividade ao longo dos próximos trimestres aponta para uma acomodação tanto dos preços de *commodities* quanto da demanda externa, influenciando negativamente também 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 riscos inflacionários, em diversas economias, mesmo que com intensidade notadamente 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 não levem, por meio de uma consolidação da piora das expectativas, a uma deterioração persistente da dinâmica inflacionária.

18. O Copom reafirma que se mantém elevada a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação. O aquecimento da demanda doméstica e do mercado de fatores, ainda que sujeito a maior incerteza, 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 a materialização desse repasse, bem como a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, depende 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 viesse exercendo alguma disciplina sobre a inflação no setor de transacionáveis, o aquecimento da demanda doméstica tem pressionado os preços dos itens não transacionáveis, como por exemplo, os 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 é fundamental para aumentar a probabilidade de que 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 importante 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. Tais considerações ganham ainda mais relevância em momentos cercados por maior incerteza.

21. As perspectivas para a evolução da atividade econômica tornaram-se mais incertas desde a última reunião do Copom. Em particular, os efeitos da crise internacional sobre as condições financeiras internas indicam que a contribuição do crédito para a sustentação da demanda doméstica pode arrefecer de forma mais intensa do que o que seria determinado exclusivamente pelos efeitos da política monetária. Adicionalmente, a intensificação da crise internacional parece ter tido efeito negativo sobre a confiança dos consumidores e empresários. Caso persista tal situação, o dinamismo da atividade passaria a depender crescentemente da expansão da massa salarial real e dos efeitos das transferências governamentais esperadas para este e para os próximos trimestres. Essas ponderações tornam-se ainda mais relevantes quando se leva em conta os sinais de demanda doméstica ainda aquecida ao final do terceiro trimestre, 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 a acomodação dos preços de *commodities*, da qual surgiram evidências consistentes nas últimas semanas, poderia contribuir para evitar que as pressões inflacionárias se intensificassem ainda mais. Entretanto, o Copom avalia que o ritmo de expansão da demanda doméstica segue colocando riscos importantes para a dinâmica inflacionária, aos quais se somam, particularmente no curto prazo, os riscos derivados da trajetória dos preços de ativos brasileiros, em meio a um processo de estreitamento das fontes de financiamento externo. 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, que 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, no que se refere, por exemplo, aos dados disponíveis sobre o mercado de trabalho e taxas de utilização da capacidade na indústria, 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, um cenário prospectivo desfavorável 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, mas avalia que a trajetória esperada dos gastos domésticos em consumo e investimento tornou-se mais incerta. Nessas circunstâncias, a política monetária deve atuar, na medida em que o balanço dos riscos para a dinâmica inflacionária assim o requerer, por meio do ajuste da taxa básica de juros, ainda que não necessariamente de forma contínua, visando, 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. Finalmente, o Comitê entende que a consolidação de condições financeiras mais restritivas poderia ampliar os efeitos da política monetária sobre a demanda e, ao longo do tempo, sobre a inflação.

25. Nesse contexto, avaliando o cenário prospectivo e o balanço de riscos para a inflação, em ambiente de maior incerteza, o Copom decidiu por unanimidade, neste momento, manter a taxa Selic em 13,75% a.a., 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 da forte depreciação de preços de ativos brasileiros, e da aparente redução na capacidade de importar, tornou-se menos efetiva, em um momento no qual os efeitos do investimento sobre o potencial produtivo 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.

27. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 9 de dezembro 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 0,26% em setembro, mesmo resultado do IPCA-15, ante 0,28% em agosto. Pelo segundo mês consecutivo, o grupo alimentação e bebidas registrou variação negativa, -0,27%, ante -0,25% em agosto, contribuindo com -0,06 p.p. para a taxa no mês. Os preços livres aumentaram 0,30% em setembro, ante 0,25% no mês anterior, registrando-se elevações de 0,22% para os preços dos produtos comercializáveis e de 0,36% para os não comercializáveis. Os preços monitorados aumentaram 0,17%, ante 0,35% em agosto. O índice de difusão atingiu 60,94% em setembro, ante 63,02% em agosto, com média de 63,05% em 2008. Em doze meses, o IPCA acumulou expansão de 6,25% em setembro, ante 6,17% em agosto, resultado de elevações de 7,66% nos preços livres e de 3,05% nos preços monitorados.

29. As taxas mensais dos núcleos de inflação referentes ao IPCA registraram elevação em doze meses, até setembro, sendo que os núcleos por exclusão e médias aparadas com suavização apresentaram aceleração no período. O núcleo por exclusão (sem alimentos no domicílio e monitorados) variou 0,62% em setembro, ante 0,50% em agosto, acumulando alta de 6,27% em doze meses, ante 5,87% no mês anterior. A variação do núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,42% em agosto para 0,41% em setembro, enquanto a variação em doze meses passou de 4,91% para 5,15%, no mesmo período. Pelo critério de médias aparadas com suavização, o núcleo alcançou 0,43% em setembro, ante 0,36% em agosto, totalizando alta de 4,94% em doze meses, ante 4,85% no mês anterior.

30. O IGP-DI cresceu 0,36% em setembro, após variação negativa de 0,38% em agosto, acumulando 11,90% em doze meses. Dos componentes do índice, apenas o IPA mostrou aceleração, 0,44%, ante diminuição de 0,80% em agosto, totalizando alta de 14,33% em doze meses. O IPC-Br variou -0,09%, após elevação de 0,14% no mês anterior, acumulando crescimento de 5,60% em doze meses. O INCC variou 0,95% em setembro, ante 1,18% no mês anterior, e 11,88% em doze meses.

31. A menor variação do IPC-Br em setembro refletiu a intensificação do recuo do grupo alimentação e a desaceleração das taxas dos demais grupos, exceto vestuário. O núcleo do IPC-Br variou 0,22%, ante 0,30% em agosto, acumulando elevação de 3,71% em doze meses.

32. O resultado do IPA, em setembro, refletiu a queda menos acentuada dos preços agrícolas, enquanto os preços industriais mostraram desaceleração. O IPA-agrícola recuou 0,46% ante -5,09% em agosto, acumulando variação de 15,84% em doze meses. O IPA-industrial cresceu 0,77%, ante 0,86% no mês anterior, totalizando 13,78% em doze meses. Por estágios de processamento, em setembro, o IPA acusou desaceleração na variação mensal dos preços dos bens intermediários, 0,95% ante 1,35% em agosto, enquanto os preços dos bens finais diminuíram 0,29%, após ligeira elevação de 0,07%, no mês anterior. Os preços das matérias-primas brutas aumentaram 0,51%, revertendo resultado negativo de 4,84% registrado em agosto. Em doze meses, ainda considerando o IPA por estágios de processamento, registraram-se elevações de 17,41%, 8,13% e 17,89%, respectivamente.

33. Índices parciais sobre a evolução da inflação em outubro apontam aceleração em relação aos resultados de setembro, tanto dos preços no atacado, quanto ao consumidor. O IPCA-15 variou 0,30%, refletindo a maior alta do grupo vestuário e a reversão de queda dos preços dos alimentos e bebidas. No atacado, conforme resultado do IGP-M para o segundo decêndio, tanto os preços dos produtos agrícolas como dos industriais apontam crescimentos mais acentuados do que no mês anterior.

### Atividade econômica

34. Segundo os dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE, o volume de vendas varejistas registrou recuo de 1,6% em agosto, em relação ao mês anterior, considerado o conceito ampliado, que incorpora os segmentos de material de construção e veículos e motos, partes e peças. A despeito do recuo do indicador ampliado, seis dos dez segmentos pesquisados pelo IBGE registraram crescimento das vendas, destacando-se

o acréscimo de 3,2% em equipamentos e materiais para escritório. As vendas de veículos e motos, partes e peças recuaram 3,7% no mês.

35. Considerando-se as comparações entre idênticos períodos de 2008 e 2007, a elevação nas vendas atingiu 7% em agosto, no conceito ampliado, acumulando 13,5% no ano. Observou-se crescimento generalizado em todos os segmentos, consideradas essas duas bases de comparação, com destaque para equipamentos e materiais para escritório, outros artigos de uso pessoal e doméstico, e móveis e eletrodomésticos. O índice referente a veículos e motos, partes e peças, a despeito do acentuado crescimento no acumulado do ano, 19,8%, revelou desaceleração expressiva em agosto, ao registrar variação de 2,9% em comparação com o mesmo mês do ano anterior.

36. Conforme os dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista, dessazonalizados pelo Banco Central, as consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) registraram elevação de 3,7% em setembro, em relação ao mês anterior. As consultas direcionadas ao Usecheque apresentaram decréscimo de 0,2%, no mesmo tipo de comparação. No ano, até setembro, esses indicadores registraram altas respectivas de 8,3% e de 5,6%, comparativamente ao mesmo período de 2007.

37. Em relação aos indicadores de investimento, a produção de bens de capital e de insumos típicos da construção civil manteve-se praticamente estável em agosto, comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal. Em comparação com agosto de 2007, esses indicadores cresceram 12,1% e 9,4%, respectivamente. De janeiro a agosto deste ano, a produção de bens de capital aumentou 18,1% e a de insumos típicos da construção civil, 10,5%, comparativamente a igual período de 2007.

38. As importações de bens de capital cresceram 3,7% em setembro, em relação a agosto, quando registraram alta de 19,7% 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. O indicador de setembro apontou expansão de 41,3% em relação ao

do mesmo mês de 2007, percentual ainda superior aos registrados para os acumulados do ano até setembro, 40%, e em doze meses, 39%, denotando o dinamismo recente das importações de bens de capital e sua contribuição para o atual ciclo de investimentos na economia brasileira.

39. Indicadores da CNI apontaram ritmo da atividade industrial relativamente estável em agosto, com a elevação de 0,6% nas horas trabalhadas, contrastando com a redução de 0,7% na utilização da capacidade instalada, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central. A forte queda de 6,8% no faturamento real dessazonalizado, em relação a julho, ocorreu após variação positiva acumulada no bimestre anterior, resultando em crescimento de 4% no trimestre terminado em agosto, relativamente ao trimestre encerrado em maio. Relativamente a iguais períodos de 2007, o faturamento real aumentou 0,8% em agosto e 8,2% nos primeiros oito meses do ano, enquanto as horas trabalhadas na produção cresceram 3% e 5,7%, nas mesmas bases de comparação. O Nuci situou-se em 83,1% em agosto, 0,6 p.p. abaixo do nível de julho, considerados dados dessazonalizados.

40. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção da indústria decresceu 1,3% em agosto, na série dessazonalizada, comparativamente a julho. Quinze das vinte e sete atividades pesquisadas registraram declínio na produção no mês, com destaque para o desempenho negativo de outros produtos químicos, -5,5%, refino de petróleo e produção de álcool, -4,1%, influenciado por paralisação técnica em uma das unidades de refino, e alimentos, -3,1%. Por categorias de uso, o desempenho desfavorável da indústria refletiu, fundamentalmente, a retração na produção de bens intermediários, 2,7%, em comparação com julho, na série dessazonalizada, sendo a maior queda desde outubro de 2001. A produção de bens de consumo duráveis expandiu 2,1% e a de bens de consumo semi e não duráveis registrou ligeiro recuo, -0,3%.

41. Em comparação com agosto de 2007, a produção industrial cresceu 2%, percentual significativamente inferior aos que vinham sendo observados nos meses anteriores. À exceção da produção de bens de consumo semi e não duráveis, que recuou 1,1%,



pressionada pelo setor de alimentos e bebidas elaborados para consumo doméstico, todas as categorias de uso apresentaram expansão, destacando-se bens de capital, 12,1%. Por segmentos, doze setores registraram crescimento, sobressaindo-se os de veículos automotores, 9,9%, farmacêutica, 16,3%, e indústria extrativa, 8,6%. No ano, até agosto, o crescimento da produção industrial alcançou 6%, com destaque para a expansão da produção de bens de capital e de bens de consumo duráveis, 18,1% e 11,8%, respectivamente. No mesmo período, o acréscimo na produção de bens intermediários e de bens de consumo semi e não duráveis atingiu 5% e 1,7%, na ordem. A expansão da atividade industrial, acumulada em doze meses, alcançou 6,8% em julho e 6,5% em agosto, indicando desaceleração na margem.

42. A produção de autoveículos atingiu 298,4 mil unidades em setembro, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), 18,2% superior à registrada no mesmo mês de 2007. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, a produção de autoveículos apresentou queda de 1,5% em setembro, comparativamente a agosto. No ano, até setembro, a produção de autoveículos aumentou 20% e a de máquinas agrícolas, 32,6%, comparativamente ao período de janeiro a setembro de 2007. Na mesma base de comparação, as vendas de autoveículos no mercado interno cresceram 26%, enquanto as exportações recuaram 4,6%.

43. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), realizado em setembro pelo IBGE, a área plantada em 2008 deverá crescer 4,6% relativamente à de 2007. A safra de grãos foi estimada em 145,3 milhões de toneladas, 9,1% superior à do ano anterior. Esse resultado incorpora aumentos de 9,2% na produção de arroz, 13% na de milho e 3,4% na de soja, culturas que respondem, conjuntamente, por cerca de 90% da produção de grãos. O LSPA estimou, ainda, acréscimos de 13,7% na produção de cana-de-açúcar e de 28,3% na produção de café.

### **Expectativas e sondagens**

44. Segundo a pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP), o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em

outubro recuou 0,7%, em relação ao mês anterior, traduzindo a retração de 1,5% no Índice das Expectativas do Consumidor (IEC) e a expansão de 0,5% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea). Em relação a outubro de 2007, o ICC apresentou elevação de 3,6%.

45. A Sondagem de Expectativas do Consumidor da FGV registrou retração de 10% no ICC em outubro, em relação ao mês anterior, tendo o índice atingido o menor nível desde junho de 2006. Tanto as avaliações sobre a situação atual como as expectativas em relação aos próximos meses mostraram-se desfavoráveis em relação ao observado no mês anterior, com quedas respectivas de 12,7% e de 8,5%. Em relação aos índices de outubro de 2007, registraram-se decréscimos de 10,1% no ICC, de 2,3% no Índice da Situação Atual e de 14% no Índice de Expectativas.

46. Ainda segundo a FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) manteve-se em patamar elevado, ao atingir 120,3 pontos em setembro, ante 123 em agosto. O indicador situou-se 2,3 p.p. abaixo do nível registrado em igual mês de 2007, refletindo as retrações respectivas de 3,2 p.p. e de 1,3 p.p. nos componentes relativos à situação atual e às expectativas. Dos quesitos relacionados à situação presente, o nível de demanda global e a situação atual dos negócios continuaram em patamar elevado. Por setores de atividade, o segmento relativo a material de construção foi o único a registrar aumento efetivo no índice, 3,3%, em comparação a agosto, e 8,8%, em comparação a setembro de 2007. Em relação ao emprego industrial, apesar de mais cautelosos do que em setembro de 2007, 32% dos empresários projetaram aumento do contingente de mão de obra a ser contratado nos próximos três meses.

47. Conforme a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, o Nuci atingiu 86,4% em setembro, menor em 0,2 p.p. em comparação ao de agosto, e maior em 0,3 p.p. ao registrado em igual mês de 2007. Em setembro, foram registrados recordes em duas categorias de uso: bens de consumo, que atingiu 88,1%, superando em 3,5 p.p. o observado em setembro de 2007; e material para a construção, cujo nível, 92,1%, apresentou variação interanual de 5,4 p.p.

## Mercado de trabalho

48. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 282,8 mil postos de trabalho formais em setembro, melhor resultado da série histórica do Caged para o período, seja considerado o mês, o acumulado do ano ou o acumulado em doze meses. Nos primeiros nove meses do ano, o saldo do emprego atingiu 2.086,6 mil contratações. Os dados dessazonalizados mostraram crescimento mensal de 0,6% no nível de emprego. Houve expansão em todos os setores, destacando-se a construção civil, com taxa de 1,5%, e o setor da indústria de transformação, pelo número de vagas criadas no mês, 114 mil. Considerando a série observada, houve aumentos de 6,5% no acumulado do ano e de 6,3% no acumulado em doze meses.

49. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto atingiu 7,6% da População Economicamente Ativa (PEA), em setembro, assinalando estabilidade na comparação com agosto. Em relação ao mesmo mês de 2007, a taxa apresentou declínio de 1,4 p.p. A pesquisa apontou estabilidade no contingente de desocupados no total das seis regiões analisadas. Comparativamente a setembro do ano passado, a ocupação cresceu 3,4%, enquanto a PEA aumentou 1,9%. Considerando o contingente de pessoal ocupado por posição na ocupação, o número de trabalhadores do setor privado aumentou 0,9% de agosto para setembro, representando 112 mil postos de trabalho, refletindo, principalmente, a elevação de 104 mil postos de trabalho com carteira. O número de trabalhadores por conta própria recuou 0,4%, enquanto o número de empregadores cresceu 4,7%. Em relação a setembro de 2007, os trabalhadores com carteira no setor privado lideraram o crescimento da ocupação, com alta de 6%, os empregadores e os empregados sem carteira aumentaram 0,2% e 3,2%, respectivamente, enquanto o número de trabalhadores por conta própria recuou 0,1%. Os empregados no setor público cresceram 5,1%, no mesmo tipo de comparação.

50. De acordo com a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitual das pessoas ocupadas aumentou 0,9% em setembro, em relação a agosto, e 6,4% comparativamente a setembro de 2007. A massa

salarial real cresceu 1,7% em setembro, ante o mês anterior, e 10% relativamente a setembro de 2007.

51. Segundo dados da CNI, o contingente de pessoal empregado na indústria de transformação manteve-se estável em agosto, após o aumento mensal de 0,6% em julho, resultando em crescimento de 1,1% no trimestre terminado em agosto, relativamente ao trimestre anterior, segundo a série dessazonalizada pelo Banco Central. Em comparação com agosto de 2007, o pessoal empregado e a massa salarial real paga pelo setor industrial cresceram 4% e 3,6%, respectivamente. Nos primeiros oito meses de 2008, ante o mesmo período de 2007, o pessoal empregado no setor aumentou 4,4% e a massa salarial real paga, 5,1%.

## Crédito e inadimplência

52. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro atingiu R\$1.149 bilhões em setembro, estabelecendo novo recorde na relação com o PIB, 39,1%. No mês, o saldo cresceu 3,5%, acumulando expansão de 34% em doze meses. Consideradas as mesmas bases de comparação, as operações com recursos livres cresceram 3,5% e 37,1%, respectivamente, enquanto as realizadas com recursos direcionados, 3,4% e 26,6%. 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, 148,5% e 61,9%, em doze meses. Entre as operações com recursos direcionados, assinem-se, na mesma base de comparação, as expansões de 34,4% nos créditos destinados à habitação, e de 27,4% ao setor rural. Considerada a segmentação por atividade econômica, o saldo dos empréstimos à indústria, em setembro, registrou aumentos de 5,4% em relação a agosto e de 40,1% em doze meses.

53. A taxa média de juros ativa, incidente sobre as operações de crédito referenciais, aumentou para 40,4% a.a., ante 40,1% a.a. em agosto e 35,5% a.a. em setembro do ano anterior. A taxa média das operações com pessoas físicas aumentou 1 p.p. em setembro ante o mês anterior, atingindo 53,1%. Nos empréstimos contratados com pessoas jurídicas, observou-se estabilidade em setembro, com a taxa média de juros mantendo-se em 28,3% a.a. Em

setembro de 2007, as taxas médias encontravam-se nos patamares de 46,3% e 23,1%, respectivamente.

54. O prazo médio das operações de crédito referenciais situou-se em 378 dias em setembro, ante 372 dias no mês anterior e 341 dias em setembro de 2007. Nas operações com pessoas jurídicas, o prazo médio atingiu 303 dias, enquanto nas operações realizadas com pessoas físicas, 480 dias, ante 269 dias e 420 dias, respectivamente, em setembro de 2007.

55. A taxa de inadimplência das operações de crédito referenciais, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, situou-se em 4% em setembro, 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, 1,6% e 7,3%, comparativamente a 2,3% e 7,1% em setembro de 2007.

56. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, atingiu 5,9% em setembro, ante 5,2% no mesmo mês do ano anterior. No ano, até setembro, a taxa média situou-se em 6,8%, ante 6,2% no mesmo período de 2007.

### **Ambiente externo**

57. Após a declaração de insolvência do *Lehman Brothers*, aumentou a instabilidade dos sistemas financeiros internacionais, visto que a aversão ao risco e a falta de liquidez nos mercados interfinanceiros passaram a afetar de forma mais decisiva o financiamento da economia real, principalmente nos Estados Unidos. A crise financeira assumiu contornos mais generalizados ao redor do mundo, com ampla dispersão geográfica. Os canais de crédito ficaram obstruídos pela incerteza e pelos problemas de liquidez e solvência que emergiram em seqüência. Além disso, o movimento de desvalorização cambial, simultâneo em diversas economias, encontrou o comércio internacional em contração ou, na melhor das hipóteses, em desaceleração importante.

58. Com o recrudescimento da crise financeira internacional e a ampliação do risco de recessão global, os governos e os bancos centrais das economias desenvolvidas engajaram-se em agressivo

movimento de defesa da solidez dos respectivos sistemas financeiros. Nesse sentido, ampliaram as garantias de depósitos, estendendo garantias governamentais a operações interfinanceiras, comprometeram-se a sustentar todos os bancos considerados sistemicamente importantes, inclusive com aportes de capital, e aumentaram a atuação dos bancos centrais via operações de liquidez (maior aceitação de colaterais, maior volume de intervenção e mais prazo para saldar os empréstimos).

59. A adoção dos planos de garantia de estabilidade e solidez dos sistemas financeiros iniciou-se com a aprovação do Programa para Alívio de Ativos Problemáticos (*Troubled Asset Relief Program - TARP*) dos Estados Unidos, instrumento que deu ao tesouro local a autoridade para comprar até US\$700 bilhões de ativos “tóxicos” junto às instituições financeiras, num esforço para recapitalizar o setor, minorar as preocupações sobre a viabilidade do sistema e encorajá-lo a retomar sua função de prestador.

60. Na Europa, planos de resgate para recapitalizar os bancos e descongelar o mercado de crédito estão sendo aprovados. Destaque-se que os recursos terão origem nos orçamentos de cada país, não havendo previsão de criação de um fundo único, apenas de regras de intervenção uniformizadas que, definidas pela União Européia, visam evitar distorções no mercado regional de bancos.

61. Dados recentes apontam para a redução das pressões inflacionárias na economia global. Com o substancial recuo dos preços do petróleo e das *commodities* agrícolas, e o aumento do desemprego, verifica-se que o processo inflacionário já apresenta inflexão na maioria das economias maduras. Nos Estados Unidos, soma-se a esses fatores a valorização do dólar. Para o Reino Unido, ainda com pressão de preços em alimentos e serviços, e Noruega, a previsão é de pico inflacionário em setembro, assim como para a Austrália e Nova Zelândia (3º trimestre). Na China, a desinflação se confirma, apesar do aumento interno do preço da energia.

### **Comércio exterior e reservas internacionais**

62. O saldo da balança comercial atingiu US\$2,8 bilhões em setembro, acumulando superávits de US\$19,6 bilhões

no ano e de US\$28,7 bilhões em doze meses. No ano, até setembro, as exportações atingiram US\$150,9 bilhões e as importações, US\$131,2 bilhões, com expansões respectivas de 29,4% e de 53,2%, comparativamente ao mesmo período de 2007. A corrente de comércio atingiu US\$282,1 bilhões de janeiro a setembro e acumulou US\$361,1 bilhões em doze meses.

63. Em setembro, as exportações atingiram US\$20 bilhões, com média diária de US\$909,9 milhões, valor 22% superior ao observado no mês correspondente de 2007. As importações registraram US\$17,3 bilhões, ou média diária de US\$784,7 milhões, 39,5% superior a setembro do ano anterior.

64. As reservas internacionais no conceito de liquidez totalizaram US\$207,5 bilhões em setembro, com aumentos de US\$2,4 bilhões no mês e de US\$27,2 bilhões na comparação com o final de 2007.

#### **Mercado monetário e operações de mercado aberto**

65. Após a reunião do Copom de setembro, a curva de juros futuros apresentou forte elevação, com aumento da inclinação. O período foi marcado por alta volatilidade e maior aversão ao risco nos mercados internacionais, decorrentes dos desdobramentos da crise financeira nos EUA e na Europa e do receio de desaceleração da economia mundial. A aversão ao risco estimulou a redução generalizada de posições alavancadas em diversos mercados, ocasionando fortes perdas nas bolsas de valores internacionais e apreciação do dólar. Nesse cenário, as taxas de juros futuros no mercado doméstico registraram elevação acentuada, intensificada pela desvalorização do real frente ao dólar. No final do período, as atuações do Banco Central no mercado de câmbio e os leilões de compra e venda de títulos de rentabilidade prefixada promovidos pelo Tesouro contribuíram para atenuar esse movimento. Entre 8 de setembro e 27 de outubro, as taxas de um, de três e de seis meses subiram, respectivamente, 0,47 p.p., 0,38 p.p. e 0,72 p.p. As taxas para os prazos de um, dois e três anos se elevaram em 1,46 p.p., 2,68 p.p. e 3,59 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 8,96%, em 8 de setembro, para 10,33%, em 27 de outubro.

66. Em 29 de setembro, o Banco Central realizou leilão de *swap* cambial reverso destinado à rolagem do vencimento de 1º de outubro. A operação totalizou o equivalente a US\$ 0,5 bilhão, representando 26% do total vincendo. A partir de 6 de outubro, o Banco Central ofertou diariamente contratos de *swap* cambial tradicional, nos quais assume posição ativa em taxa de juros doméstica e passiva em variação cambial. Até 27 de outubro, o total dessas operações somou o equivalente a US\$19,1 bilhões.

67. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, no período de 9 de setembro a 27 de outubro, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de cinco e de sete meses. O saldo diário médio do estoque dessas operações alcançou R\$57,9 bilhões, dos quais R\$40,3 bilhões em operações de sete meses. No mesmo período, o Banco Central atuou em 36 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\$60,5 bilhões. Em 11, 15, 22 e 29 de setembro e em 1º e 6 de outubro, o Banco Central tomou recursos com prazos de 10 a 28 dias úteis, nos montantes de R\$20,0 bilhões, R\$7,0 bilhões, R\$5,7 bilhões, R\$4,7 bilhões, R\$2,7 bilhões, R\$38,9 bilhões e R\$2,2 bilhões, respectivamente. Além disso, em 11 de setembro, retirou do mercado, também por meio de operação compromissada, R\$127,3 bilhões por 35 dias úteis. No período, o saldo diário médio dessas operações tomadoras de curto prazo foi de R\$172,0 bilhões.

68. Entre 9 de setembro e 27 de outubro, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos leilões tradicionais somaram R\$12,2 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$7,5 bilhões, sendo R\$5,9 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) de vencimento em 2009, 2010 e 2011, e R\$1,6 bilhão em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) de vencimento em 2012 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram

R\$2,8 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\$1,9 bilhão.

69. 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 e janeiro de 2009, em um total de R\$2,1 bilhões. As vendas de NTN-B liquidadas mediante a entrega

de outros títulos somaram R\$2,1 bilhões e envolveram títulos de vencimento em 2011, 2013, 2017, 2024, 2035 e 2045. O Tesouro efetuou, também, leilões de compra de LTN e de NTN-B, que alcançaram R\$1,0 bilhão e R\$0,1 bilhão, respectivamente.

70. Nos dias 23, 24 e 27 de outubro foram realizados leilões simultâneos de compra e de venda de NTN-F de vencimentos em 2012, 2014 e 2017. O resultado das compras desses títulos pelo Tesouro Nacional totalizou R\$1,6 bilhão, enquanto o das vendas, R\$0,1 bilhão.

## Notas da 139ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

**Data:** 9 e 10/12/2008

**Local:** Sala de reuniões do 8º andar (9/12) e do 20º andar (10/12) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início:** 16h35 (9/12) e 17h10 (10/12)

**Horário de término:** 18h40 (9/12) e 21h15 (10/12)

**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

Mario Gomes Torós

Mário Magalhães Carvalho Mesquita

**Chefes de Departamento (presentes no dia 9)**

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

José Antônio 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 9)**

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

Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

Sergio Almeida de Souza Lima – Secretário-Executivo

Os membros do Copom analisaram a evolução recente e as perspectivas para a economia brasileira e para a economia internacional, no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo governo para a inflação.

### Evolução recente da economia

1. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) se deslocou de 0,26% em setembro para 0,45% em outubro e 0,36% em novembro. Com isso, a inflação alcançou 5,61% nos primeiros onze meses de 2008 – a maior variação nesses meses desde 2004 – ante 3,69% em igual período de 2007. Em doze meses, a inflação saiu de 6,25% em setembro para 6,41% em outubro e 6,39% em novembro (4,19% em novembro de 2007). Sob esse critério de comparação, a aceleração

do nível de preços ao consumidor reflete tanto o comportamento dos preços administrados por contrato e monitorados quanto o dos preços livres. Com efeito, os incrementos dos preços livres e dos administrados alcançaram 7,80% e 3,16%, respectivamente, em doze meses até novembro, ante 5,03% e 2,31% até novembro de 2007. Além disso, note-se que, também em doze meses, tanto os preços de bens comercializáveis quanto os de itens não-comercializáveis mostraram aceleração, variando 7,87% e 7,74%, respectivamente, até novembro (4,13% e 5,88% em 2007). No caso dos preços dos serviços, cuja dinâmica tende a exibir maior persistência do que a dos preços dos bens, a inflação acumulada em doze meses passou de 4,89% em novembro de 2007 para 6,27% em setembro de 2008, 6,36% em outubro, e 6,48% em novembro, uma evolução que reflete a influência de fatores domésticos sobre a dinâmica inflacionária. Evidências preliminares relativas a dezembro apontam inflação ao consumidor em patamar superior ao observado em novembro. Em síntese, ainda não se consolidou o processo de reversão da tendência de afastamento da inflação em relação à trajetória de metas, que vem se verificando desde o final de 2007, embora o risco de uma deterioração ainda maior da dinâmica inflacionária venha se reduzindo.

2. Por sua vez, as três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central têm mostrado redução, na margem, nos últimos meses. Os núcleos por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio e pelo critério de médias aparadas com suavização e sem suavização recuaram, respectivamente, de 0,62%, 0,45% e 0,41% em setembro, para 0,51%, 0,37% e 0,32% em outubro; e para 0,36%, 0,35% e 0,28% em novembro. Assim como no caso da inflação plena, nos onze primeiros meses de 2008, as três medidas de núcleo exibiram sensível elevação frente às taxas verificadas no mesmo período de 2007, com deslocamentos de 3,50%, 3,62% e 3,16%, para 5,74%, 4,48% e 4,57%, 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 avançou de 6,26% em setembro para 6,38% em outubro e recuou para 6,36% em novembro. Os núcleos por médias aparadas, com e sem suavização, mostraram ligeira redução, sob

esse critério, nos últimos meses. O núcleo por médias aparadas com suavização deslocou-se de 4,97% em setembro, para 4,91% em outubro e para 4,90% em novembro, ao passo que o núcleo por médias aparadas sem suavização caiu de 5,15% em setembro para 5,11% em outubro e para 5,04% em novembro. A despeito da redução verificada em novembro, todas as medidas de núcleo permanecem acima do valor central para a meta de inflação. Cabe notar, adicionalmente, que o índice de difusão do IPCA, cuja média nos primeiros onze meses do ano é a maior desde 2004, mostrou elevação substancial em novembro, e continua apontando para um processo inflacionário relativamente disseminado, corroborando análise constante em Notas de reuniões anteriores deste Comitê.

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) recuou de 1,09% em outubro para 0,07% em novembro. No acumulado em doze meses, a variação do IGP-DI recuou de 12,29% em outubro para 11,20% em novembro, ante 6,60% em novembro de 2007. A aceleração do IGP-DI em doze meses até novembro refletiu o comportamento de seus três principais componentes. O Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 6,27% (4,53% em novembro de 2007), enquanto o Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) teve incremento de 12,88% (7,51% em novembro de 2007). Na mesma base de comparação, o Índice Nacional da Construção Civil (INCC) variou 12,34% (5,92% em novembro de 2007). No que se refere especificamente ao IPA-DI, a aceleração inflacionária, sob esse critério de comparação, deriva basicamente do comportamento dos preços industriais. A variação do IPA agrícola atingiu 7,38% (18,92% em novembro de 2007), ao passo que a elevação dos preços industriais no atacado chegou a 14,93% (3,76% em novembro de 2007). De fato, a despeito de arrefecimento em novembro, nos primeiros onze meses do ano, os preços industriais no atacado tiveram elevação de 13,80%, ante 3,39% em igual período de 2007. 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 informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do terceiro trimestre de 2008. Os dados ainda mostram crescimento robusto, quer sob o critério da variação acumulada no ano (6,4%, ante 6,2% no trimestre anterior), quer no que se refere à comparação interanual (6,8%, ante 6,2% no trimestre anterior). Sob a ótica da demanda agregada, o destaque continuou sendo a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que cresceu 19,7% ante o terceiro trimestre de 2007. O crescimento do consumo das famílias alcançou 7,3%, na mesma base de comparação, influenciado pela expansão do crédito e da massa salarial real. A contribuição da absorção doméstica para o crescimento do produto atingiu 9,3 p.p., sobrepondo-se ao impacto negativo de 2,5 p.p. exercido pelo setor externo. Do ponto de vista da oferta agregada, ainda na base interanual, a produção industrial obteve o melhor desempenho, com taxa de 7,1%, seguida pela agropecuária (6,4%) e pelo setor de serviços (5,9%). Na atividade industrial, o destaque foi a construção civil, com crescimento de 11,7%, beneficiada por obras públicas e pelo aumento do crédito ao setor de habitação. O deflator do PIB a preços de mercado, na comparação interanual, deslocou-se de 6,1% no segundo trimestre deste ano para 6,8% no terceiro.

5. A média móvel trimestral da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, recuou 0,6% em outubro, após alta de 0,5% no mês anterior. Ainda considerando a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, após a expansão de 1,5% verificada em setembro, a produção física da indústria recuou 1,7% em outubro, desempenho que em parte se explica por parada programada na indústria petroquímica. Note-se, ainda, que a produção da indústria geral mostra crescimento de 5,8% no ano até outubro, com 5,7% na indústria de transformação, e 7,4% na extrativa. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exibiu expansão de 0,8% em outubro (que este ano contou com um dia útil a mais), com crescimento de 7,2% para a indústria extrativa e 0,4% na de transformação. Informações disponíveis referentes aos últimos meses apontam, em suma, para interrupção do ciclo de expansão da produção industrial em função, em especial, da deterioração

das perspectivas para a economia mundial e de seus efeitos sobre a economia brasileira.

6. Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de capital recuou 0,5% em outubro. No que se refere às demais categorias de uso, a produção de bens intermediários recuou 3,0%; a de semiduráveis, 2,2%, enquanto a produção de bens de consumo duráveis teve redução de 4,7%. Em termos de expansão acumulada no ano, o setor de bens de capital lidera, com 18,4%, seguido pelo setor de bens duráveis (10,5%). A perda recente de dinamismo da produção de bens de capital vem refletindo a intensificação da turbulência financeira internacional e suas conseqüências sobre a confiança empresarial. Por sua vez, o arrefecimento no ritmo de expansão da produção de bens duráveis tem refletido, em grande parte, o aperto nas condições de crédito e a deterioração das expectativas dos consumidores.

7. O mercado de trabalho permanece com desempenho favorável, mas com sinal de acomodação na geração de empregos formais. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) recuou de 7,6% em agosto e setembro para 7,5% em outubro, ante 8,7% em outubro de 2007. A taxa registrada em outubro é a segunda menor de toda a série, acima apenas da taxa de dezembro passado, que se situou em 7,4%. Com isso, a taxa média de desemprego nos primeiros dez meses do ano foi 1,6 p.p. inferior à observada em igual período de 2007. Na série dessazonalizada, a taxa situou-se em 7,6%, mesmo percentual registrado em setembro, em patamar historicamente reduzido. O rendimento médio nominal da população ocupada teve elevação de 12,0% em outubro, em desaceleração frente à taxa de 13,7% observada em setembro, na comparação interanual, mas manteve ritmo robusto. Em outubro, o rendimento médio real habitualmente recebido teve queda de 1,3% ante setembro (elevação de 4,5% frente a outubro de 2007). Nos primeiros dez meses do ano, o rendimento médio real teve alta de 3,3%, enquanto o pessoal ocupado cresceu 3,9%. Em conseqüência, a expansão da massa salarial real atingiu 7,4% (expansão de 8,6% em outubro, ante o mesmo mês de 2007), continuando a constituir fator-chave para

a sustentação da demanda doméstica. Por sua vez, o emprego na indústria de transformação aumentou 0,1% em outubro (ante 0,7% em setembro e 0,1% em agosto), 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 3,9%, com variação em doze meses alcançando 4,3%. Segundo dados do IBGE, o pessoal ocupado na indústria cresceu 0,1% em setembro (ante queda de 0,1% em agosto e alta de 0,7% em julho), na série com ajuste sazonal, acumulando 2,9% em doze meses e alta de 2,2% comparativamente a setembro de 2007. Ainda sobre emprego, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam perda de dinamismo da geração de vagas no setor formal na margem, com a criação de 61,4 mil postos de trabalho (ante 282,8 mil em setembro deste ano e 205,3 mil em outubro de 2007), provável resultado de reavaliação do empresariado sobre os efeitos do agravamento das dificuldades na economia mundial. Ainda assim, nos dez primeiros meses do ano, o saldo de empregos atingiu 2.148,0 mil contratações para o período, superior em 18,5% ao registrado em igual período de 2007, evidenciando robusta demanda por trabalho no período. Dados dessazonalizados mostram crescimento de 0,2% no nível de emprego formal em outubro, e dados observados apontam incremento de 6,4% em doze meses. Em outubro, o setor que mais admitiu foi o comércio, com a abertura de 54,6 mil postos, seguido pelo setor de serviços (36,1 mil vagas), pela indústria de transformação (8,7 mil empregos) e pela construção civil (2,1 mil vagas). Já a agropecuária, por motivos sazonais relacionados à entressafra no Centro-Sul do país, foi o único setor que apresentou redução no emprego (perda de 38,4 mil postos).

8. O volume de vendas do comércio varejista ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, teve elevação de 4,0% em setembro, após recuo de 1,3% em agosto. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve crescimento de 15,9%, acumulando 13,8% no ano. A média móvel trimestral da taxa de crescimento do comércio varejista ampliado aumentou 1% em setembro, comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal, após altas de 0,1% em agosto e de

0,9% em julho. Na comparação com o mês anterior, pela série com ajuste sazonal, destacam-se as vendas no segmento equipamentos e material para escritório (6,9%), seguido por veículos e motos, partes e peças (5,5%), e móveis e eletrodomésticos (3,1%). No ano até setembro, o crescimento acumulado foi maior nos segmentos de equipamentos e material para escritório (33,7%), veículos e motos, partes e peças (20,7%), e outros artigos de uso pessoal e doméstico (20,3%). Em outubro e novembro, os dados do comércio ampliado devem evidenciar os efeitos das restrições à oferta de crédito e a deterioração da confiança dos consumidores sobre as vendas de veículos, já capturados pelas estatísticas da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve) para esses meses. O sólido desempenho do comércio varejista vinha, em suma, refletindo tanto o comportamento dos segmentos mais sensíveis à expansão da renda e do emprego quanto o daqueles mais sensíveis às condições de crédito. Nos próximos trimestres, a trajetória do comércio varejista continuará sendo impulsionada pelas transferências governamentais e pelo crescimento dos níveis de emprego e da renda, mas será também afetada, caso persistam, pela mudança nas condições de acesso ao crédito e pela deterioração da confiança dos consumidores.

9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação atingiu 83,2% em outubro, ligeiramente acima do patamar observado em setembro, segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central. A série dessazonalizada pela própria CNI mostra redução, tendo atingido 82,9% em outubro, ante 83,4% em setembro. Considerando a série sem ajuste sazonal, em outubro, o Nuci situou-se 0,1 p.p. acima do patamar registrado no mesmo mês de 2007, atingindo o ponto de máximo da série. Com isso, a taxa média dos primeiros dez meses do ano foi 0,9 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 85,2% em novembro, 2,0 p.p. abaixo do patamar observado no mesmo mês de 2007. Essa redução da taxa de utilização da capacidade, na comparação interanual, também se verifica na indústria de bens de consumo (-1,2 p.p.) e de bens intermediários (-2,7 p.p.). O Nuci mostrou estabilidade



em relação ao nível de novembro de 2007 no caso da indústria de bens de capital, e elevação de 1,9 p.p. para a indústria de material de construção. A redução do Nuci compilado pela FGV parece resultar de uma combinação da maturação de projetos de investimento com a acomodação da atividade, e poderia sinalizar início de descompressão da margem de ociosidade da indústria. Dados sobre a absorção de bens de capital mostram um quadro ainda de forte expansão, comparativamente aos mesmos períodos de 2007. A absorção de bens de capital apresentou queda de 1% em outubro, dados dessazonalizados, e crescimento de 22,7% no acumulado do ano, dados observados, ante 3,9% e 22,2%, em setembro, nas mesmas bases de comparação. Por outro lado, a produção de insumos para a construção civil mostrou estabilidade, na margem, em outubro, após queda de 1,5% em setembro, crescendo 10,5% no acumulado do ano até outubro (10,9% no acumulado até setembro). Ainda que não de forma generalizada, as evidências disponíveis até o momento sugerem que estaria em curso um processo de redução do descompasso 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 novembro totalizou US\$26,1 bilhões (37,0% inferior ao verificado em novembro de 2007). Esse resultado adveio de US\$198,4 bilhões em exportações e US\$172,3 bilhões em importações, com crescimento de 25,0% e de 46,9%, respectivamente, em relação aos doze meses findos em novembro de 2007. A reversão da trajetória de apreciação cambial e a acomodação do ritmo de expansão da demanda doméstica podem contribuir para uma recuperação do superávit comercial, mas a queda dos preços de exportações atua na direção oposta. A redução dos superávits comerciais contribuiu para que o saldo em transações correntes registrasse déficit de US\$26,6 bilhões em doze meses até outubro

de 2008, equivalente a 1,7% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos chegaram, nos doze meses até outubro, a US\$38,2 bilhões, equivalentes a 2,5% do PIB.

11. O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado pela continuidade do estresse nos mercados financeiros internacionais, com origem nos Estados Unidos (EUA) e na Europa, mas cujas repercussões sobre as economias emergentes se tornam mais significativas. O aumento da aversão ao risco, a partir de meados de setembro, após a quebra de importante instituição financeira norte-americana, levou as autoridades nos EUA, Europa e Oceania a intervir de forma inédita em seus sistemas financeiros, utilizando ampla gama de instrumentos, com vistas a assegurar condições mínimas de funcionamento e liquidez nos mercados monetários. Ainda que a percepção de risco sistêmico tenha mostrado alguma moderação, os mercados interbancários voltaram a manifestar sinais de pressão em função da proximidade do final do ano e do fechamento dos balanços das instituições financeiras. A contração da liquidez internacional continuou contribuindo para um processo de desalavancagem por parte de administradores de recursos, o que, por sua vez, vem exercendo influência baixista generalizada sobre os preços de ativos. Em ambiente de maior aversão ao risco e fluxos de capitais mais escassos, as pressões sobre moedas de economias emergentes foram mantidas.

12. No que se refere ao cenário macroeconômico global, tendências contracionistas prevalecem, ao menos no curto prazo, sobre as pressões inflacionárias. A visão dominante continua apontando para a expansão, em ritmo modesto, da economia mundial em 2009, mas dados divulgados nas últimas semanas indicam enfraquecimento intenso e generalizado da atividade nas economias maduras e, também, em algumas economias emergentes. Há evidências de que a debilidade mais pronunciada da atividade econômica na Europa e em 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. Por outro lado, os problemas do sistema financeiro internacional vêm se agravando 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 economia dos EUA em particular entrou em recessão no final de 2007 e continua sofrendo o impacto da crise no setor imobiliário, com efeitos sobre o mercado de trabalho, cujo enfraquecimento, em combinação com o efeito riqueza negativo associado às quedas dos preços de ativos financeiros, tem afetado a confiança dos consumidores, contribuindo de forma importante para deprimir o dispêndio. A avaliação predominante é de que a atividade na Europa e no Japão deve continuar apresentando perda de dinamismo nos próximos meses. Nas economias maduras, onde a ancoragem das expectativas de inflação é mais forte e a atividade econômica vem se enfraquecendo consideravelmente, as pressões inflacionárias têm mostrado redução rápida. Já nas economias emergentes, onde os efeitos secundários da elevação dos preços de matérias-primas sobre os preços ao consumidor e as pressões da demanda aquecida sobre a capacidade de expansão da oferta vinham sendo mais intensos, as pressões inflacionárias têm maior persistência. Nesse contexto, ao mesmo tempo em que as políticas monetárias adquiriram caráter fortemente expansionista nas economias maduras, nas economias emergentes, que, além dos fatores citados acima, têm sido influenciadas pela tendência de depreciação cambial, a reação tem sido heterogênea. Note-se, em particular nas economias maduras, que as autoridades vêm anunciando uma série importante de iniciativas voltadas a sustentar a atividade, mormente por meio de estímulos fiscais, o que poderia contribuir para uma gradual retomada econômica.

13. Os preços do petróleo continuam altamente voláteis, mas recuaram de forma expressiva desde a última reunião deste Comitê. As cotações nos mercados futuros têm, em linhas gerais, acompanhado o comportamento dos preços de petróleo para pronta entrega. Entretanto, a incerteza que envolve essas cotações 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 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, mas, a persistir o quadro atual do mercado de petróleo, não parece prudente descartar por completo a hipótese de que ocorram reduções de preços em 2009. Cabe assinalar, entretanto, que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a redução dos preços internacionais do petróleo pode eventualmente se transmitir à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas como a petroquímica, quanto pelo efeito potencial sobre as expectativas de inflação. Os preços de outras *commodities* também mostraram reduções importantes desde a última reunião do Copom, reagindo tanto ao maior pessimismo sobre as perspectivas para o crescimento da economia mundial, quanto à continuidade da turbulência nos mercados financeiros globais.

### **Avaliação prospectiva das tendências da inflação**

14. 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) comparada ao valor considerado na reunião do Copom de outubro, a projeção de reajuste no preço da gasolina foi mantida em 0%, enquanto a do gás de bujão foi modificada para 2,6%, para o acumulado de 2008;

b) na comparação com os valores mensurados na reunião do Copom de outubro, a projeção de reajuste da tarifa de telefonia fixa para o acumulado em 2008 foi alterada de 3,5% para 3,6% e, no caso do preço da energia elétrica, a projeção para o acumulado em 2008 foi mantida em 1,1%;

c) a projeção, construída item a item, de reajuste para o conjunto de preços administrados para o acumulado de 2008 deslocou-se para 3,5%, ante os 3,8% considerados na reunião de outubro. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,62% do total do IPCA de novembro;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2009 foi mantida em 5,5%. 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 a taxa do *swap* de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 180 p.b. no quarto trimestre de 2008 e de 102 p.b. no último trimestre de 2009. Os choques identificados e seus impactos foram reavaliados de acordo com as novas informações disponíveis.

15. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta a hipótese de trabalho do cumprimento da meta legal de superávit 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.

16. Desde a última reunião do Copom, 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 6,29% para 6,20%. As expectativas para os próximos doze meses sofreram elevação, de 5,29% para 5,34%, levando-se em conta a composição das medianas das taxas mensais esperadas pelos analistas. Para 2009, as expectativas de inflação subiram de 5,0% para 5,20%.

17. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em R\$2,40 e da taxa Selic em 13,75% em todo o horizonte de previsão, a projeção para a inflação em 2008 sofreu ligeira redução em relação ao valor considerado na reunião do Copom de outubro, mas 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 se reduziu em relação ao valor considerado na última reunião do Copom, no entanto permanece acima do valor central para a meta de inflação.

As projeções de inflação para 2009, em ambos os cenários, reduziram-se ante os respectivos valores previstos na reunião de outubro e se encontram, no caso do cenário de referência, acima do valor central de 4,50% e, no de mercado, em torno desse valor.

### **Implementação da política monetária**

18. O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Os dados disponíveis referentes à atividade econômica indicam que o ritmo de expansão da demanda doméstica continuava bastante robusto até o terceiro trimestre, respondendo, ao menos parcialmente, pelas pressões inflacionárias, a despeito do forte crescimento das importações e do comportamento benigno do investimento, em linha com o diagnóstico expresso em documentos anteriores do Comitê. Por sua vez, o aumento da aversão ao risco e o aperto, inédito nas últimas décadas, das condições de liquidez prevalentes nos mercados internacionais impõem ajuste no balanço de pagamentos que, a despeito do aumento da resiliência externa da economia brasileira, pode vir a ocasionar incremento das pressões inflacionárias, especialmente no curto prazo. Assim, em linhas gerais, a influência do cenário externo sobre a trajetória prospectiva da inflação brasileira continua sujeita a efeitos contraditórios, que podem atuar com intensidade distinta ao longo do tempo, e envolta em considerável incerteza. Por um lado, uma desaceleração mais generalizada da atividade ao longo dos próximos trimestres aponta para o arrefecimento tanto dos preços de *commodities* quanto da demanda externa, influenciando negativamente também as condições financeiras locais. Por outro lado, o desaquecimento econômico tem ocasionado aumento da aversão ao risco, afetando a demanda por ativos brasileiros e ocasionando depreciação de seus preços. Note-se, porém, que a trajetória dos índices de preços evidencia a redução das pressões inflacionárias externas, especialmente nas economias maduras, mas também em algumas emergentes, com implicações relevantes para a trajetória da inflação doméstica. O Comitê considera que o risco de materialização de um cenário inflacionário menos benigno recuou em relação ao existente há alguns meses, mas segue

relevante. 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 evitar que a deterioração da dinâmica inflacionária observada em 2008 se torne persistente.

19. O Copom avalia que a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação poderia estar diminuindo. Os sinais de acomodação da demanda doméstica e, mais incipientes, de moderação das pressões sobre o mercado de fatores, ainda que permaneçam sujeitos a incerteza, podem ensejar redução do risco de repasse de pressões sobre preços no atacado para os preços ao consumidor. O Comitê avalia que a materialização desse repasse, bem como a generalização de pressões inicialmente localizadas sobre preços ao consumidor, segue dependendo de forma crítica das expectativas dos agentes econômicos para a inflação, que ainda estão em patamares superiores à trajetória de metas e que continuam sendo monitoradas com particular atenção. Adicionalmente, cabe notar que, segundo os indicadores disponíveis até o momento, o comportamento da demanda doméstica seguia pressionando os preços dos itens não transacionáveis, por exemplo, os 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.

20. 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 é fundamental para aumentar a probabilidade de que 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.

21. O Copom considera importante 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. Tais considerações ganham ainda mais relevância em momentos cercados por maior incerteza.

22. As perspectivas para a evolução da atividade econômica se deterioraram desde a última reunião do Copom. Em particular, os efeitos da crise internacional sobre as condições financeiras internas indicam que a contribuição do crédito para a sustentação da demanda doméstica pode arrefecer de forma mais intensa e possivelmente persistente do que a que seria determinada exclusivamente pelos efeitos defasados da política monetária. Adicionalmente, a intensificação da crise internacional tem exercido influência negativa sobre a confiança dos consumidores e empresários. Caso persista tal situação, o dinamismo da atividade passaria a depender crescentemente da expansão da massa salarial real e dos efeitos das transferências governamentais esperadas para este e para os próximos trimestres. Essas ponderações tornam-se ainda mais relevantes quando se leva em conta que as decisões de política monetária terão impactos a partir de 2009.

23. O Comitê assinala a importante contribuição do investimento para ampliar a capacidade produtiva. Note-se, adicionalmente, que a acomodação dos preços de *commodities* poderia contribuir para conter as pressões inflacionárias. Entretanto, o Copom avalia que, particularmente no curto prazo, o principal risco para a dinâmica inflacionária deriva da trajetória dos preços de ativos brasileiros, em meio a um processo de estreitamento das fontes de financiamento externo. A persistirem as tendências observadas desde a última reunião do Comitê, o ritmo de expansão da demanda doméstica poderia deixar de apresentar riscos importantes para a dinâmica dos preços, o que contribuiria para limitar o impacto inflacionário do ajuste no balanço de pagamentos. Nesse contexto, o ritmo de redução do descompasso, que se mostrava importante até o terceiro trimestre,

entre o crescimento da oferta de bens e de serviços e o da demanda, continua sendo central na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

24. 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. Por outro lado, o estreitamento das condições de financiamento vigentes na economia amplifica os efeitos da política monetária e contribui para promover a convergência da inflação para a trajetória de metas. 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, que 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.

25. O Copom avalia que, diante dos sinais, evidenciados desde a sua última reunião, de arrefecimento do ritmo de atividade econômica, no que se refere, por exemplo, aos indicadores de produção industrial, alguns dados disponíveis sobre o mercado de trabalho e taxas de utilização da capacidade na indústria, bem como confiança dos empresários e consumidores, e do comportamento das expectativas de inflação, continuam sendo relevantes, ainda que com menor intensidade, 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. A propósito, essa evolução do cenário prospectivo começa a se manifestar nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê. O Copom considera, também, que diminuiu a probabilidade de persistência de um descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e da oferta agregadas que continue representando risco para

a dinâmica inflacionária. Nessas circunstâncias, a política monetária deve manter postura cautelosa, visando assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas.

26. O Comitê entende que a consolidação de condições financeiras restritivas por um período mais prolongado poderia ampliar de forma relevante os efeitos da política monetária sobre a demanda e, ao longo do tempo, sobre a inflação. Nessas circunstâncias, a maioria dos membros do Copom, tendo em vista o balanço de riscos para a atividade econômica e, conseqüentemente, para o cenário inflacionário em 2009, discutiu a opção de realizar, neste momento, uma redução de 25 p.b. na taxa básica de juros. Entretanto, prevaleceu no Comitê o entendimento de que a trajetória prospectiva central da inflação ainda justificaria a manutenção da taxa básica em seu patamar atual.

27. Outros membros do Copom avaliaram que os riscos que prosseguem para a dinâmica inflacionária, derivados da possível persistência da elevação da inflação observada neste ano e das conseqüências do processo de ajuste do balanço de pagamentos, continuam condicionando de forma predominante as diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

28. Nesse contexto, tendo a maioria dos membros do Comitê discutido a possibilidade de reduzir a taxa básica de juros já nesta reunião, em ambiente macroeconômico que continua cercado por grande incerteza, o Copom decidiu por unanimidade, ainda manter a taxa Selic em 13,75% a. a., sem viés, neste momento. O Comitê irá monitorar atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação com vistas a definir tempestivamente os próximos passos de sua estratégia de política monetária.

29. 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. Há sinais de que o ritmo de expansão da demanda doméstica, que continuou se expandindo

a taxas robustas no terceiro trimestre, estaria, atualmente, contribuindo de forma menos intensa para o dinamismo da atividade econômica, a despeito da persistência de fatores de estímulo, como o crescimento da renda, agindo sobre a economia. Por outro lado, a contribuição do setor externo para um cenário inflacionário favorável, diante da forte depreciação de preços de ativos brasileiros e da aparente redução na capacidade de importar, tornou-se menos efetiva. Nesse ambiente, cabe à política monetária 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 e, assim, favorecer uma recuperação sustentada da atividade econômica. 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.

30. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 20 de janeiro de 2009, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado 17.327, de 27/8/2008.

## **Sumário dos dados analisados pelo Copom**

### **Inflação**

31. Em novembro, o IPCA variou 0,36%, situando-se abaixo das expectativas de mercado e indicando recuo da inflação diante dos resultados do IPCA-15 de novembro (0,49%) e do IPCA de outubro (0,45%). Os preços livres apresentaram variação de 0,44% em novembro, ante 0,54% em outubro, resultante das altas de 0,60% nos preços dos produtos comercializáveis e de 0,28% nos não-comercializáveis. Os preços monitorados variaram 0,18%, ante 0,24% em outubro. O índice de difusão permanece em patamar acima de 60% desde julho, e atingiu 64,58% em novembro, com média de 62,93% em 2008. Em doze meses, o IPCA acumulou variação de 6,39% em novembro, ante 6,41% em outubro, refletindo as altas de 7,80% nos preços livres e de 3,16% nos preços monitorados.

32. As variações acumuladas em doze meses e as taxas mensais dos núcleos de inflação do IPCA registraram, em novembro, desaceleração generalizada pela primeira vez desde julho de 2007. O núcleo por exclusão (de alimentos no domicílio e preços monitorados) variou 0,36% no mês, ante 0,51% em outubro, acumulando alta de 6,36% em doze meses, ante 6,38% no mês anterior. A variação do núcleo por médias aparadas com suavização passou de 0,37% em outubro para 0,35% em novembro, e, em doze meses, de 4,91% para 4,90%. Pelo critério de médias aparadas sem suavização, o núcleo alcançou 0,28% em novembro, ante 0,32% no mês anterior, acumulando 5,04% em doze meses até novembro, ante 5,11% em outubro.

33. O IGP-DI apresentou variação de 0,07% em novembro, após alta de 1,09% em outubro, acumulando 11,20% em doze meses, ante a variação acumulada de 12,29% até o mês anterior. O Índice de Preços por Atacado (IPA) apresentou variação negativa de 0,17%, refletindo a quarta queda consecutiva nos preços dos produtos agropecuários (-0,64%) e variação negativa nos preços dos produtos industriais (-0,01%). Em doze meses, o IPA acumulou alta de 12,88% em novembro, ante 14,72% até outubro. O IPC-Br apresentou aceleração, passando de 0,47% em outubro para 0,56% em novembro, totalizando aumento de 6,27% em doze meses. O INCC variou 0,50% em novembro, ante 0,77% em outubro, e atingiu 12,34% em doze meses. O núcleo do IPC-Br variou 0,45% ante 0,31% no mês anterior, e acumula elevação de 3,98% em doze meses.

34. Entre os componentes do IPA, a queda simultânea de preços agrícolas e industriais não era registrada desde março de 2006. O IPA-agrícola recuou 0,64% ante -0,02% em outubro, e acumulou variação de 7,40% em doze meses. O IPA-industrial registrou estabilidade, comparativamente à alta de 1,86% observada no mês anterior, e acumula variação de 14,93% em doze meses. Por estágios de processamento, em novembro, o IPA apresentou queda tanto nos preços dos bens finais, passando de 0,93% em outubro para -0,15%, quanto nos preços dos bens intermediários, de 1,38% para -0,47%. Os preços das matérias-primas brutas aumentaram 0,26% ante 1,82% no mês anterior. Em doze meses, considerando o IPA por estágios de processamento, registraram-se elevações de 6,38%, 17,56% e 14,03%, respectivamente.

35. A variação do Índice de Preços ao Consumidor Semanal (IPC-S) aumentou de 0,56% na última semana de novembro para 0,73% na primeira semana de dezembro.

### Atividade econômica

36. Segundo os dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o volume de vendas varejistas aumentou 4% em setembro, em relação ao mês anterior, considerado o conceito ampliado, que incorpora os segmentos de material de construção e veículos e motos, partes e peças. Todos os dez segmentos do indicador ampliado registraram expansão nas vendas, com destaque para os acréscimos de 6,9% em equipamentos e materiais para escritório e de 5,5% nas vendas de veículos, motos, partes e peças, sendo esse último resultado favorecido pelo fraco desempenho do setor no mês anterior.

37. Considerando-se as comparações entre idênticos períodos de 2008 e 2007, a elevação das vendas atingiu 15,9% em setembro, no conceito ampliado, acumulando 13,8% no ano. Observou-se crescimento generalizado em todos os segmentos, consideradas essas duas bases de comparação, com destaque para equipamentos e materiais para escritório, veículos e motos, partes e peças, outros artigos de uso pessoal e doméstico, e móveis e eletrodomésticos. O índice referente a veículos e motos, partes e peças voltou a registrar forte crescimento na comparação anual (28,8%), após fraco desempenho em agosto, quando registrou variação positiva de 2,4% em comparação com o mesmo mês do ano anterior.

38. Conforme os dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista, dessazonalizados pelo Banco Central, as consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) registraram retração de 0,3% em novembro, em relação ao mês anterior. As consultas direcionadas ao Usecheque apresentaram comportamento inverso, com expansão de 2,7%, no mesmo tipo de comparação. No ano, até novembro, esses indicadores registraram altas respectivas de 7,3% e de 4,2%, comparativamente ao mesmo período de 2007.

39. Em relação aos indicadores de investimento, a produção de bens de capital declinou 0,5% e a de insumos típicos da construção civil apresentou estabilidade em outubro, comparativamente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal. Destaque-se que entre os subsetores da produção de bens de capital, apenas equipamentos de transporte registrou expansão (4,9%), e contribuiu para amenizar os efeitos das quedas em todos os demais subsetores. Em comparação com outubro de 2007, a produção de bens de capital aumentou 15,7%, enquanto a de insumos típicos da construção civil cresceu 7,7%. No ano, até outubro, esses indicadores cresceram 18,4% e 10,5%, respectivamente, em relação a igual período de 2007.

40. As importações de bens de capital declinaram 4,9% em outubro, em relação a setembro, de acordo com os índices de *quantum* da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizados pelo Banco Central. O indicador de outubro apontou expansão de 41,2% em relação ao do mesmo mês de 2007, percentual ainda superior aos registrados para os acumulados do ano até outubro (40,1%) e em doze meses (39,5%), e que preserva o dinamismo recente das importações de bens de capital.

41. Indicadores da CNI apontaram ritmo da atividade industrial relativamente estável em outubro, com a elevação de 0,1% no contingente de pessoal empregado, 0,1% na utilização da capacidade instalada e retração de 0,5% nas horas trabalhadas, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central. O faturamento real dessazonalizado apresentou elevação de 0,7% em relação a setembro, e resultou em crescimento de 0,2% no trimestre terminado em outubro, relativamente ao trimestre encerrado em julho. Em comparação a iguais períodos de 2007, o faturamento real aumentou 6,9% em outubro e 8% nos primeiros dez meses do ano, enquanto o indicador de horas trabalhadas na produção cresceu 4,9% e 6%, nas mesmas bases de comparação. O Nuci situou-se em 83,2% em outubro, 0,04 p.p. acima do nível de setembro, considerando dados dessazonalizados.

42. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção da indústria decresceu 1,7% em

outubro, em relação ao mês anterior, pela série com ajuste sazonal, após variação de 1,5% em setembro. A produção de bens de consumo duráveis, categoria de uso mais sensível às condições do crédito e à confiança do consumidor, foi a mais afetada, com queda de 4,7%, refletindo, em parte, concessão de férias coletivas na maioria das empresas do setor automotivo. A produção de bens intermediários registrou retração de 3%, na mesma base de comparação, influenciada pelas quedas de 11,6% na produção de outros produtos químicos e de 9% no ramo de refino de petróleo e produção de álcool, esta parcialmente motivada pela paralisação técnica de uma refinaria.

43. Em comparação a outubro de 2007, a produção industrial cresceu 0,8%, percentual significativamente inferior aos que vinham sendo observados nos meses anteriores. Das vinte e seis atividades da indústria de transformação pesquisadas, onze apresentaram variação positiva na produção em outubro, na comparação com igual mês de 2007, pelas séries observadas, com destaque para outros equipamentos de transporte, que registrou elevação de 63% no mês. Também merecem menção as indústrias farmacêutica, de equipamentos de instrumentação médico-hospitalar e de minerais não-metálicos, com variações respectivas de 28,2%, 24,3% e 10,5%. Os segmentos com maiores recuos, nessa base de comparação, foram máquinas de escritório e equipamentos de informática (-18%), outros produtos químicos (-15,9%) e madeira (-13,3%).

44. Por categorias de uso, os segmentos de bens intermediários e de consumo duráveis registraram quedas de 2,4% e 1,5%, mantida a base de comparação com outubro de 2007, enquanto bens de capital e bens de consumo semi e não-duráveis expandiram 15,7% e 0,6%, respectivamente. No ano, até outubro, o crescimento da produção industrial alcançou 5,8%, com destaque para a expansão da produção de bens de capital e de bens de consumo duráveis, 18,4% e 10,5%, respectivamente. No mesmo período, o acréscimo na produção de bens intermediários e de bens de consumo semi e não-duráveis atingiu 4,4% e 2,1%, na ordem. A expansão da atividade industrial acumulada em doze meses alcançou 6,8% em setembro e 5,9% em outubro, indicando forte desaceleração na margem.

45. A produção de autoveículos alcançou 194,9 mil unidades em novembro, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), 28,2% menor que a observada no mesmo mês de 2007. Considerando dados dessazonalizados pelo Banco Central, a produção de autoveículos apresentou recuo de 31% em novembro, comparativamente a outubro. No ano, até novembro, a produção de autoveículos cresceu 13,2% e a de máquinas agrícolas, 31,5%, comparativamente ao período de janeiro a novembro de 2007. Na mesma base de comparação, as vendas de autoveículos no mercado interno aumentaram 16,9%, enquanto as exportações apresentaram retração de 6,4%.

46. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de novembro confirmou o aumento da safra de grãos em 2008, estimando a produção em 145,7 milhões de toneladas, 9,4% acima da obtida em 2007. Para 2009, o segundo prognóstico para a safra de grãos indica recuo de 3,8% na produção, que deverá alcançar 140,2 milhões de toneladas. Estimam-se quedas de 7,4% e de 0,2% nas produções de milho e de soja, respectivamente.

### **Expectativas e sondagens**

47. Segundo a pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio-SP), o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) em novembro apresentou queda de 4,5% em relação ao mês anterior, refletindo as retrações de 4,1% no Índice das Expectativas do Consumidor (IEC) e de 5,3% no Índice das Condições Econômicas Atuais (Icea). Em relação a novembro de 2007, o ICC apresentou redução de 3%.

48. A Sondagem de Expectativas do Consumidor da FGV registrou queda de 4,2% no ICC em novembro, em relação ao mês anterior, tendo o índice atingido o menor nível da série histórica iniciada em setembro de 2005. As avaliações sobre a situação atual e as expectativas em relação aos próximos meses mostraram-se desfavoráveis em relação ao observado no mês anterior, com retrações respectivas de 5,7% e de 3,3%. Em relação aos índices de novembro de 2007, houve declínios de 15,2% no ICC, de 11,9% no Índice da Situação Atual e de 17% no Índice de Expectativas.



49. Ainda segundo a FGV, a confiança dos empresários da indústria declinou em novembro, a exemplo do que já ocorrera em outubro. O Índice de Confiança da Indústria (ICI) atingiu 84,1 pontos no mês, após ajuste sazonal, com quedas de 20,3 pontos em relação a outubro e de 35,1 pontos no trimestre de agosto a outubro. O índice atingiu o menor patamar desde julho de 2003 e caiu para patamar inferior aos cem pontos, que sinaliza expectativa de declínio da atividade industrial. Dentre seus componentes, também após ajuste sazonal, o Índice de Situação Atual (ISA) registrou 85,3 pontos, nível 24,4 pontos abaixo do registrado em outubro. O Índice de Expectativas (IE) apresentou queda menos acentuada, de 16,4 pontos, tendo alcançado 82,8 pontos. Por categorias de uso, todos os indicadores situaram-se abaixo de 100 pontos. Bens de consumo, que apresentou, entre os segmentos, o maior nível de confiança pela série observada, 90,1 pontos, mostrou recuo de 46 pontos em relação ao patamar de novembro de 2007. Nessa mesma base de comparação, material de construção registrou a menor queda, 33,1 pontos, enquanto a categoria de bens de capital registrou a maior redução, 51,9 pontos, situando-se em 76,3 pontos.

50. Conforme a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, o Nuci atingiu 85,2% em novembro, 2 p.p. abaixo do indicador de igual mês do ano anterior, e 84% pela série dessazonalizada, 1,3 p.p. menor que no mês anterior. Em novembro, apenas material para a construção apresentou variação interanual positiva de 1,9 p.p. Por gêneros industriais, produtos farmacêuticos e veterinários, e têxtil foram os destaques no mesmo tipo de comparação, com variações respectivas de 2,8 p.p. e de 2,2 p.p.

### **Mercado de trabalho**

51. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram criados 61,4 mil postos de trabalho formais em outubro, número que reflete significativa desaceleração na geração de empregos em relação aos últimos meses, e constitui-se no pior resultado para o mês de outubro desde 2002. Nos primeiros dez meses, registraram-se 2.148 mil contratações, com elevação de 18,5% em relação aos postos criados no mesmo período

de 2007. Os dados dessazonalizados mostraram crescimento mensal de 0,2% no nível de emprego. Houve expansão em todos os setores, com exceção da indústria de transformação que ficou estável, destacando-se a construção civil com taxa de 0,6%, e o setor de comércio pelo número de vagas criadas no mês, 54,6 mil. Considerando a série observada, houve aumentos de 6,5% no acumulado do ano e de 6,4% no acumulado em doze meses.

52. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto atingiu 7,5% da População Economicamente Ativa (PEA), em outubro, representando relativa estabilidade em relação aos 7,6% registrados nos dois meses anteriores. Em comparação com outubro de 2007, a taxa registrou recuo de 1,2 p.p, sendo a segunda menor de toda a série, acima apenas da taxa de dezembro passado, que se situou em 7,4%. Na série dessazonalizada, a taxa situou-se em 7,6%, o mesmo percentual registrado em setembro. A relativa estabilidade da taxa de desemprego, entre setembro e outubro, na série observada, refletiu o aumento de 143 mil pessoas na PEA e a abertura de 176 mil postos. Em relação a outubro do ano passado, a ocupação cresceu 4%, mantendo o ritmo de geração de postos de trabalho, que acumulou alta de 3,9% nos dez primeiros meses do ano. A PEA registrou aumento de 2,6% em relação a outubro de 2007 e de 2,2% no acumulado do ano. Considerando o contingente de pessoal ocupado por posição na ocupação, o número de trabalhadores com carteira assinada aumentou 1,9% de setembro para outubro, significando 186 mil postos de trabalho, enquanto o número de trabalhadores sem carteira registrou queda de 42 mil postos (1,4%), e o de trabalhadores por conta própria manteve-se estável no mês. No acumulado do ano, até outubro, os trabalhadores do setor privado, com carteira, lideraram o crescimento dos postos de trabalho, com alta de 8,1%, seguidos pelos empregados do setor público, com elevação de 3,7%. Por sua vez, a abertura de postos para trabalhadores sem carteira apresentou o pior desempenho para o período, com expansão de 0,1%.

53. De acordo com a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido apresentou

queda de 1,3% em outubro, em relação a setembro, e crescimento de 4,5% comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, representando desaceleração em relação aos últimos dois meses, quando registrara altas de 5,7% e 6,4%, respectivamente. A massa salarial real diminuiu 0,5% em outubro, ante o mês anterior, mas sustenta crescimento de 8,6% relativamente a outubro de 2007. No acumulado do ano, até outubro, a massa salarial registrou elevação de 7,4%, com destaque para o aumento de 9,4% para os empregados do setor privado, com carteira, e de 8% para os empregados do setor público.

54. Os dados da PME de outubro mostram que os efeitos do agravamento da crise internacional ainda não se refletiram no mercado de trabalho, nas principais regiões metropolitanas. No primeiro momento, o ajuste deverá ser feito via redução de turnos e adoção de férias coletivas, com impacto no rendimento real, sendo que as demissões apresentar-se-ão como alternativa no caso de a crise se prolongar.

55. Segundo dados da CNI, o contingente de pessoal empregado na indústria de transformação cresceu 0,1% em outubro, após o aumento mensal de 0,7% em setembro, resultando em elevação de 1,1% no trimestre terminado em outubro, relativamente ao trimestre anterior, segundo a série dessazonalizada pelo Banco Central. Em comparação com outubro de 2007, o pessoal empregado e a massa salarial real paga pelo setor industrial cresceram 3,9% e 3,8%, respectivamente. Nos primeiros dez meses de 2008, ante o mesmo período de 2007, registraram-se acréscimos de 4,3% no pessoal empregado no setor e de 5,2% na massa salarial real paga.

### **Crédito e inadimplência**

56. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro alcançou R\$1.187 bilhões em outubro, expandindo-se 2,9% no mês e 34,6% em doze meses. Esse volume correspondeu a 40,2% do PIB, comparativamente a 39,2% alcançados em setembro deste ano e a 33,6% em outubro de 2007. As operações com recursos livres cresceram 2,6% no mês e 37,3% em doze meses. Entre as operações de crédito com recursos livres, com participação de 71,7% no total do sistema financeiro, registre-se a manutenção do dinamismo

das operações de arrendamento mercantil, cujos saldos contratados nos segmentos de pessoas físicas e pessoas jurídicas cresceram, na ordem, 116,3% e 71,9%, em doze meses. Destaque-se, ainda, a expansão no crédito rural, 11,8% no mês, 37,4% no trimestre e 70,3% em doze meses. Entre as operações com recursos direcionados, registraram-se expansões de 3,9% no mês e de 28,2% em doze meses. O resultado no mês foi determinado, basicamente, pelo aumento de 5,4% nos financiamentos efetuados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Considerada a segmentação por atividade econômica, o saldo dos empréstimos à indústria, em outubro, registrou aumentos de 3,8% em relação a setembro e de 41,8% em doze meses.

57. A taxa média de juros ativa, incidente sobre as operações de crédito referenciais, situou-se em 42,9% a.a. em outubro, ante 40,4% a.a. em setembro e 35,4% a.a. em outubro do ano anterior. A taxa média das operações com pessoas físicas aumentou 1,7 p.p. no mês, ante setembro, e atingiu 54,8%. Nos empréstimos contratados com pessoas jurídicas, observou-se expansão de 3,3 p.p. ante setembro, atingindo 31,6%. Em outubro de 2007, as taxas médias encontravam-se nos patamares de 45,8% e 23,4%, respectivamente.

58. O prazo médio das operações de crédito referenciais situou-se em 374 dias em outubro, ante 375 dias no mês anterior e 342 dias em outubro de 2007. Nas operações com pessoas jurídicas, o prazo médio atingiu 297 dias, enquanto nas operações realizadas com pessoas físicas, 482 dias, ante 270 dias e 421 dias, respectivamente, em outubro de 2007.

59. A taxa de inadimplência das operações de crédito referenciais, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, situou-se em 4,1% em outubro, recuando 0,4 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 7,4%, comparativamente a 2,3% e 7% em outubro de 2007.

60. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, atingiu 6,4% em novembro, ante 5,5% no mesmo mês do ano anterior. No ano,

até novembro, a taxa média situou-se em 6,8%, ante 6,1% no mesmo período de 2007.

### **Ambiente externo**

61. A economia global e, particularmente, as economias avançadas enfrentam desaceleração severa, constatando-se recessão em diversos desses países. Para 2009, verifica-se contração nas projeções do PIB real, além de declínio nos índices de inflação.

62. A crise financeira global tem afetado a confiança do consumidor e dos empresários. Durante as últimas semanas, tornou-se evidente que a confiança dos empresários em diversas economias apresentou acentuada deterioração. Isso reflete, em particular, a queda generalizada nos índices de confiança dos setores de serviços e manufaturados divulgados recentemente. Tal fato também é evidente nas economias emergentes, onde os níveis de confiança de empresários e consumidores têm mostrado quedas expressivas, fornecendo evidências adicionais de que esses países sofrerão o impacto da recessão que atinge as economias desenvolvidas.

63. Neste quarto trimestre, acentuaram-se a retração da demanda global, a diminuição da utilização da capacidade instalada e o aumento da taxa de desemprego. Nos EUA, novembro registrou os mais expressivos cortes de emprego desde a década de 70, elevando a taxa de desemprego para o nível mais alto dos últimos quinze anos, 6,7%. Nas demais economias desenvolvidas, as condições no mercado de trabalho também mostram deterioração.

64. O comportamento dos preços confirma a tendência de desinflação iniciada no terceiro trimestre. Esse padrão é mais evidente nas economias que apresentam menor nível de atividade, com queda mais rápida de preços de *commodities*, em particular, refletindo a redução drástica nas cotações do petróleo. Nos EUA, o padrão é reforçado pela valorização do dólar. Todavia, em alguns países emergentes, a desvalorização cambial dificulta a redução dos preços e limita a ação dos bancos centrais.

65. Nesse cenário, a maioria dos bancos centrais iniciou, ou intensificou, o afrouxamento da política monetária baseada não apenas na ampliação dos riscos de recessão, mas também nos temores de deflação. Nas economias emergentes do Sudeste Asiático, mais dependentes das exportações, os bancos centrais empreendem reduções dos juros básicos na tentativa de contornar o impacto que o desalento da economia mundial está tendo sobre a produção industrial local. Na China, aliado ao anúncio do pacote fiscal de US\$586 bilhões, o Banco do Povo da China efetuou a mais drástica redução de juros desde outubro de 1997 (a quarta desde setembro de 2008), fixando-a em 5,58%. Com a deterioração das condições macroeconômicas globais, as reduções de juros podem se multiplicar junto às demais economias emergentes.

### **Comércio exterior e reservas internacionais**

66. O saldo da balança comercial atingiu US\$1,6 bilhão em novembro, acumulando superávits de US\$22,4 bilhões no ano e de US\$26,1 bilhões em doze meses. No ano, até novembro, as exportações atingiram US\$184,1 bilhões e as importações, US\$161,7 bilhões, com expansões respectivas de 25,2% e 46,3%, comparativamente ao mesmo período de 2007, consideradas as médias diárias. A corrente de comércio acumulou US\$345,8 bilhões de janeiro a novembro e US\$370,6 bilhões em doze meses.

67. Em novembro, as exportações atingiram US\$14,8 bilhões, média diária de US\$737,7 milhões, 5% superior ao observado no mês correspondente de 2007. As importações registraram US\$13,1 bilhões, média diária de US\$657 milhões, 9,2% acima do resultado de novembro do ano anterior.

68. As reservas internacionais, no conceito de liquidez, totalizaram US\$206,4 bilhões em novembro, com elevação de US\$3,2 bilhões no mês e de US\$26 bilhões na comparação com o final de 2007. No conceito caixa, totalizaram US\$194,7 bilhões, com queda de US\$2,6 bilhões em relação ao mês anterior e com crescimento de US\$14,3 bilhões, comparativamente a dezembro de 2007.

## Mercado monetário e operações de mercado aberto

69. Logo após a decisão do Copom de outubro, a curva de juros apresentou elevação em toda a sua extensão. A interrupção do ciclo de aperto monetário e a perspectiva de elevação da inflação futura foram fatores preponderantes para esse movimento. A partir de novembro, porém, as taxas de juros iniciaram uma trajetória de queda, influenciadas, principalmente, pela divulgação de índices de inflação corrente inferiores às estimativas de mercado e de dados econômicos indicando recuo no nível de atividade. No início de dezembro, a queda das taxas se intensificou, especialmente para as de prazo mais longo. Entre 27 de outubro e 8 de dezembro, as taxas de um, de três e de seis meses cederam, respectivamente, 0,50 p.p., 0,78 p.p. e 1,68 p.p. As taxas para os prazos de um, dois e três anos recuaram 2,99 p.p., 3,76 p.p. e 4,30 p.p., respectivamente. A taxa real de juros, medida pelo quociente entre a taxa nominal de um ano e a expectativa de inflação (suavizada) para os próximos doze meses, caiu de 10,33%, em 27 de outubro, para 7,38%, em 8 de dezembro.

70. No período de 28 de outubro a 8 de dezembro, o Banco Central ofertou contratos de *swap* cambial tradicional, nos quais assume posição ativa em taxa de juros doméstica e passiva em variação cambial. O total dessas operações alcançou o montante equivalente a US\$18,1 bilhões, dos quais US\$5,1 bilhões referentes à rolagem de contratos vincendos em 1º de dezembro.

71. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, no período de 28 de outubro a 8 de dezembro, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de cinco e de sete meses. O saldo diário médio do estoque dessas operações alcançou R\$45,1 bilhões, dos quais R\$31,8 bilhões em operações de sete meses. No mesmo período, o Banco Central atuou em 32 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\$93,6 bilhões. Também foram realizadas operações compromissadas de 30 e de 12 dias úteis em 30 de outubro, de 29 e de 10 dias úteis em 31 de outubro e de 23 dias úteis em 7 de novembro. Essas operações retiraram do mercado R\$139,5 bilhões, R\$13,1 bilhões, R\$15 milhões, R\$1,3 bilhão e R\$4,4 bilhões, respectivamente. No período, o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo foi de R\$151,9 bilhões.

72. Entre 28 de outubro e 8 de dezembro, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos leilões tradicionais somaram R\$19,1 bilhões, sendo R\$6,9 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) de vencimento em 2009 e 2011; R\$11,5 bilhões em Letras Financeiras do Tesouro (LFT) com vencimento em 2010, 2011 e 2012; e R\$0,7 bilhão em Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) de vencimento em 2013, 2017, 2035 e 2045.

73. No mesmo período, o Tesouro realizou leilões de venda de LTN com vencimento em julho e outubro de 2009 conjugada à compra de LTN de vencimento em janeiro de 2009, em um total de R\$1,5 bilhão, e leilões de venda de LFT de vencimentos em março e dezembro de 2011 conjugada à compra de LFT de vencimento em dezembro de 2008, que somaram R\$2,7 bilhões. As vendas de NTN-B liquidadas mediante a entrega de outros títulos somaram R\$0,9 bilhão e envolveram títulos de vencimento em 2017, 2024, 2035 e 2045. O Tesouro efetuou, também, leilões de compra de LTN e de NTN-B, que alcançaram R\$2,0 bilhões e R\$0,1 bilhão, respectivamente.

74. Em 29 de outubro, foi realizado leilão simultâneo de compra e de venda de Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2012, 2014 e 2017. O resultado das compras desses títulos pelo Tesouro totalizou R\$0,3 bilhão, enquanto o das vendas, R\$74 mil.

## 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 Araujo**  
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

---

|                |   |
|----------------|---|
| <b>a.a.</b>    | Ao ano  |
| <b>ABCP</b>    | <i>Asset-backed commercial papers</i>                       |
| <b>ABS</b>     | <i>Asset Backed Security</i>                                |
| <b>ACC</b>     | Adiantamento sobre Contratos de Câmbio                      |
| <b>ACE</b>     | Adiantamento sobre Cambiais Entregues                       |
| <b>ACSP</b>    | Associação Comercial de São Paulo                           |
| <b>AGF</b>     | Aquisição do Governo Federal                                |
| <b>AIE</b>     | Agência Internacional de Energia                            |
| <b>AIG</b>     | <i>American Internacional Group</i>                         |
| <b>Aladi</b>   | Associação Latino-Americana de Integração                   |
| <b>Anfavea</b> | Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores |
| <b>BCE</b>     | Banco Central Europeu                                       |
| <b>Bird</b>    | Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento |
| <b>BNDES</b>   | Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social        |
| <b>BNS</b>     | Banco Nacional da Suíça                                     |
| <b>BoE</b>     | Banco da Inglaterra   |
| <b>BoJ</b>     | Banco do Japão  |
| <b>BPC</b>     | Banco do Povo da China                                      |
| <b>Caged</b>   | Cadastro Geral de Empregados e Desempregados                |
| <b>CDS</b>     | <i>Credit Default Swap</i>                                  |
| <b>CMN</b>     | Conselho Monetário Nacional                                 |
| <b>CNI</b>     | Confederação Nacional da Indústria                          |
| <b>Cofins</b>  | Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social      |
| <b>Conab</b>   | Companhia Nacional de Abastecimento                         |
| <b>Copom</b>   | Comitê de Política Monetária                                |
| <b>Corfo</b>   | <i>Corporación de Fomento de la Producción</i>              |
| <b>CPFF</b>    | <i>Commercial Paper Funding Facility</i>                    |
| <b>CRB</b>     | <i>Commodity Research Bureau</i>                            |
| <b>CUT</b>     | Custo Unitário do Trabalho                                  |
| <b>CVM</b>     | Comissão de Valores Mobiliários                             |
| <b>DAX</b>     | <i>Deutscher Aktienindex</i>                                |
| <b>DBGG</b>    | Dívida Bruta do Governo Geral                               |
| <b>DI</b>      | Depósito Interfinanceiro                                    |
| <b>DLSP</b>    | Dívida Líquida do Setor Público                             |
| <b>Embi+</b>   | <i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>                     |
| <b>EUA</b>     | Estados Unidos da América                                   |
| <b>FAT</b>     | Fundo de Amparo ao Trabalhador                              |
| <b>FBCF</b>    | Formação Bruta de Capital Fixo                              |
| <b>FDIC</b>    | <i>Federal Deposit Insurance Corporation</i>                |



|                      |  |
|----------------------|--|
| <b>Fecomercio SP</b> | Federação do Comércio do Estado de São Paulo   |
| <b>Fed</b>           | <i>Federal Reserve</i>   |
| <b>Fenabrave</b>     | Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores   |
| <b>FGC</b>           | Fundo Garantidor de Créditos   |
| <b>FGV</b>           | Fundação Getulio Vargas  |
| <b>FIDC</b>          | Fundo de Investimento em Direitos Creditórios  |
| <b>FMI</b>           | Fundo Monetário Internacional  |
| <b>FND</b>           | Fundo Nacional de Desenvolvimento  |
| <b>FSA</b>           | <i>Financial Services Authority</i> (Autoridade de Serviços Financeiros)                                       |
| <b>FTSE 100</b>      | <i>Financial Times Securities Exchange Index</i>   |
| <b>Funcex</b>        | Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior  |
| <b>Gerin</b>         | Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores  |
| <b>GSE</b>           | <i>Government-Sponsored Enterprise</i> (Empresas Patrocinadas pelo Governo)                                    |
| <b>HBOS</b>          | <i>Halifax Bank of Scotland</i>  |
| <b>IBGE</b>          | Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística  |
| <b>Ibovespa</b>      | Índice da Bolsa de Valores de São Paulo/Índice da Bovespa  |
| <b>ICC</b>           | Índice de Confiança do Consumidor  |
| <b>Icea</b>          | Índice de Condições Econômicas Atuais  |
| <b>ICI</b>           | Índice de Confiança da Indústria   |
| <b>ICMS</b>          | Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços   |
| <b>IE</b>            | Índice de Expectativas   |
| <b>IEC</b>           | Índice de Expectativas do Consumidor   |
| <b>IED</b>           | Investimentos Estrangeiros Diretos   |
| <b>IGP-DI</b>        | Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna   |
| <b>IGP-M</b>         | Índice Geral de Preços – Mercado   |
| <b>INC</b>           | Índice Nacional de Confiança   |
| <b>INCC</b>          | Índice Nacional de Custo da Construção   |
| <b>INCC-DI</b>       | Índice Nacional de Custo da Construção do Mercado – Disponibilidade Interna                                    |
| <b>Inec</b>          | Índice Nacional de Expectativa do Consumidor   |
| <b>IOF</b>           | Imposto sobre Operações Financeiras  |
| <b>IPA-DI</b>        | Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna   |
| <b>IPCA</b>          | Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo  |
| <b>IPC-Br</b>        | Índice de Preços ao Consumidor – Brasil  |
| <b>IPI</b>           | Imposto sobre Produtos Industrializados  |
| <b>Ipsos</b>         | <i>Ipsos Public Affairs</i>  |
| <b>IPVA</b>          | Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores  |
| <b>IRPJ</b>          | Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas  |
| <b>IRRF</b>          | Imposto de Renda Retido na Fonte   |
| <b>ISA</b>           | Índice da Situação Atual   |
| <b>Loas</b>          | Lei Orgânica da Assistência Social   |
| <b>LSPA</b>          | Levantamento Sistemático da Produção Agrícola  |
| <b>LTCM</b>          | <i>Long-Term Capital Management</i>  |
| <b>MBS</b>           | <i>Mortgage-Baked Securities</i> (Ativos Lastreados em Hipotecas)  |
| <b>Mercosul</b>      | Mercado Comum do Sul   |
| <b>MMIFF</b>         | <i>Money Market Investor Funding Facility</i> (Programa de Financiamento para Investidor do Mercado Monetário) |
| <b>MP</b>            | Medida Provisória  |
| <b>MTE</b>           | Ministério do Trabalho e Emprego   |
| <b>Nuci</b>          | Nível de Utilização da Capacidade Instalada na Indústria   |
| <b>OECD</b>          | Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico  |

|                    |   |
|--------------------|---|
| <b>Opep</b>        | Organização dos Países Exportadores de Petróleo   |
| <b>p.b.</b>        | pontos base   |
| <b>p.p.</b>        | pontos percentuais  |
| <b>PAC</b>         | Programa de Aceleração do Crescimento   |
| <b>PAF</b>         | Plano Anual de Financiamento  |
| <b>PDCF</b>        | <i>Primary Dealer Credit Facility</i>   |
| <b>PEA</b>         | População Economicamente Ativa  |
| <b>PIB</b>         | Produto Interno Bruto   |
| <b>PII</b>         | Posição Internacional de Investimentos  |
| <b>PIM-PF</b>      | Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física  |
| <b>PIS</b>         | Programa de Integração Social   |
| <b>PMC</b>         | Pesquisa Mensal do Comércio   |
| <b>PME</b>         | Pesquisa Mensal de Emprego  |
| <b>PPI</b>         | Projeto Piloto de Investimento  |
| <b>RBA</b>         | <i>Reserve Bank of Australia</i>  |
| <b>RBS</b>         | <i>Royal Bank of Scotland</i>   |
| <b>RMBS</b>        | <i>Residential Mortgage-Backed Security</i> (Ativos Residenciais Lastreados em Hipotecas) |
| <b>RMV</b>         | Renda Mensal Vitalícia  |
| <b>RTSI</b>        | <i>Russian Trading System Index</i>   |
| <b>S&amp;P 500</b> | <i>Standard and Poor's 500</i>  |
| <b>SCIT</b>        | Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação  |
| <b>SCPC</b>        | Serviço Central de Proteção ao Crédito  |
| <b>Selic</b>       | Sistema Especial de Liquidação e de Custódia  |
| <b>Sensex</b>      | <i>Bombay Stock Exchange Sensitive Index</i>  |
| <b>SFP</b>         | <i>Supplementary Financing Program</i>  |
| <b>SLS</b>         | <i>Special Liquidity Scheme</i>   |
| <b>SRB</b>         | <i>Sveriges Riksbank</i>  |
| <b>TAF</b>         | <i>Term Auction Facility</i>  |
| <b>TALF</b>        | <i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility</i>   |
| <b>TARP</b>        | <i>Trouble Asset Relief Program</i> (Programa para Alívio de Ativos Problemáticos)        |
| <b>TPRA</b>        | <i>Term Purchase and Resale Agreements</i>  |
| <b>TSB</b>         | <i>Trustee Savings Bank</i>   |
| <b>TSLF</b>        | <i>Term Securities Lending Facility</i>   |
| <b>UE</b>          | União Européia  |
| <b>VAR</b>         | Vetores Auto-Regressivos  |
| <b>VIX</b>         | <i>Chicago Board Options Exchange</i>   |
| <b>XU100</b>       | <i>Istanbul Stock Exchange National 100 Index</i>   |