

Relatório de Inflação

Junho 2009

Volume 11 | Número 2



Relatório de Inflação

Junho 2009

Volume 11 | Número 2



ISSN 1517-6576
CGC 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 11	nº 2	jun.	2009	p. 1 - 162
-----------------------	----------	-------	------	------	------	------------

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 3.088, de 21.6.1999.

Os textos e os correspondentes quadros estatísticos e gráficos são de responsabilidade dos seguintes componentes:

Departamento Econômico (Depec)

(E-mail: depec@bcb.gov.br)

Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

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

Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin)

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 11, nº 2.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil
Secre/Surel/Dimep
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 1º andar
Caixa Postal 8.670
70074-900 Brasília – DF
Telefones: (61) 3414-3710 e 3414-3567
Fax: (61) 3414-3626
E-mail: editor@bcb.gov.br

Tiragem: 780 exemplares

Convenções Estatísticas

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

O hífen (-) entre anos (1970-1975) indica o total de anos, incluindo o primeiro e o último.

A barra (/) utilizada entre anos (1970/1975) indica a média anual dos anos assinalados, incluindo o primeiro e o último, ou ainda, se especificado no texto, ano-safra, ou ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamentos.

Não são citadas as fontes dos quadros e dos gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Central de Atendimento ao Público

Banco Central do Brasil
Secre/Surel/Diate
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo
70074-900 Brasília - DF
DDG: 0800 9792345
Fax: (61) 3414-2553
Internet: <http://www.bcb.gov.br>

Índice

Apresentação	5
---------------------	----------

Sumário executivo	7
--------------------------	----------

Nível de atividade	11
---------------------------	-----------

1.1 Comércio	12
1.2 Produção	14
Agropecuária	14
Lavouras	15
Pecuária	15
Produção industrial	16
1.3 Mercado de trabalho	19
Emprego	19
Rendimentos	20
1.4 Produto Interno Bruto	20
1.5 Investimentos	25
1.6 Conclusão	26

Preços 29

2.1 Índices gerais	29
2.2 Índices de preços ao consumidor	30
2.3 Monitorados	32
2.4 Núcleos	32
2.5 Expectativas de mercado	32
2.6 Conclusão	33

Políticas creditícia, monetária e fiscal 39

3.1 Crédito	39
Operações de crédito com recursos direcionados	40
Operações de crédito com recursos livres	41
3.2 Agregados monetários	43
Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto	48
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	54
Mercado de capitais	54

3.3 Política fiscal	55
Necessidades de financiamento do setor público	56
Dívida mobiliária federal	59
Dívida líquida e bruta	60
3.4 Conclusão	65

Economia internacional **67**

4.1 Atividade econômica	67
4.2 Política monetária e inflação	70
4.3 Mercados financeiros internacionais	72
4.4 <i>Commodities</i>	75
4.4.1 Petróleo	76
4.5 Conclusão	76

Setor externo **79**

5.1 Movimento de câmbio	80
5.2 Comércio de bens	80
5.3 Serviços e renda	84
5.4 Conta financeira	86
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	88
5.6 Conclusão	89

Perspectivas para a inflação **95**

6.1 Determinantes da inflação	96
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária	107
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	116

Boxes

Revisão da Projeção para o PIB 2009	21
A Evolução dos Preços de Bens e de Serviços nas Crises Econômicas	35
Evolução da Inadimplência, do Endividamento e do Comprometimento de Renda das Famílias	44
Evolução Recente das Principais Aplicações Financeiras	49
A Trajetória da Relação DLSP/PIB	61
Projeções do Balanço de Pagamentos	91
Previsão da Curva de Juros: uma Abordagem Estatística e Macroeconômica	121
A Defasagem da Transmissão da Política Monetária para Preços	125

Anexo **129**

Apêndice **157**

Apresentação

O "Relatório de Inflação" é publicado trimestralmente pelo Banco Central do Brasil e tem o objetivo de avaliar o desempenho do regime de metas para a inflação e delinear cenário prospectivo sobre o comportamento dos preços, explicitando as condições das economias nacional e internacional que orientaram as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) em relação à condução da política monetária.

Este Relatório é constituído de seis capítulos: Nível de atividade; Preços; Políticas creditícia, monetária e fiscal; Economia internacional; Setor externo; e Perspectivas para a inflação. Em relação ao nível de atividade, são analisados a evolução das vendas no varejo, estoques, produção, mercado de trabalho e investimento. No capítulo seguinte, a análise sobre o comportamento dos preços focaliza os resultados obtidos no trimestre, em função das decisões de política monetária e das condições reais da economia que independeram da ação governamental. No capítulo relativo a políticas creditícia, monetária e fiscal, a análise é centrada no desempenho do crédito e do mercado financeiro, assim como na execução orçamentária. No capítulo sobre economia internacional, apresenta-se análise do desempenho das principais economias, procurando identificar as condições que podem influenciar a economia brasileira, notadamente nas suas relações com o exterior. Em seguida, o capítulo sobre o setor externo enfoca a evolução das transações econômicas com o exterior, com ênfase no resultado comercial e nas condições de financiamento externo. Finalmente, analisam-se as perspectivas para a evolução da inflação.

Sumário executivo

A trajetória da economia mundial no trimestre encerrado em maio, embora revelasse continuidade do processo de redução da produção e do emprego, também indicou que a coordenação de medidas anticíclicas vem se traduzindo em melhora nos indicadores relacionados à confiança de consumidores e empresários. Apesar desse movimento exercer impacto favorável, na margem, sobre a evolução dos indicadores do setor real, deve ser ressaltado que, no âmbito das condicionalidades para a efetiva estabilização da atividade econômica mundial, seguem pendentes a conclusão do ciclo de ajuste dos estoques e a consolidação do processo de sustentação do consumo, em especial nas principais economias desenvolvidas.

A economia brasileira apresenta sinais de gradual recuperação em relação à deterioração assinalada com a intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais a partir de setembro último. Embora o desempenho do setor industrial, em especial de segmentos mais dependentes dos investimentos e do comércio internacional, ainda evidencie sinais de fragilidade, indicadores mensais recentes, de modo geral, sugerem que o ciclo de desaceleração econômica no país poderá ser menos acentuado do que em diversas outras economias. A sustentação da retomada da atividade econômica nos próximos meses, bem como sua intensificação, será beneficiada pela manutenção da trajetória de retração do estresse nos mercados financeiros internacionais, expressa em redução de restrições no mercado de crédito, no retorno dos fluxos externos de capitais ao país, na perspectiva de retorno das empresas ao mercado de capitais, bem como pelos efeitos defasados e cumulativos da distensão monetária promovida desde janeiro.

A evolução desfavorável dos investimentos traduz a piora do ambiente de negócios e sua recuperação dependerá, nos próximos meses, em grande parte da melhora no quadro de incertezas predominante no cenário econômico atual. O consumo das famílias, favorecido pela preservação

do poder de compra decorrente da inflação sob controle, pela intensificação dos programas de transferência de renda, bem como pela redução nas restrições de crédito e por medidas temporárias de desoneração fiscal, registrou desempenho positivo nos últimos meses.

No mercado de crédito, no que diz respeito ao trimestre encerrado em abril, as taxas de juros permaneceram em trajetória declinante, principalmente nas modalidades destinadas a pessoas físicas, segmento em que a inadimplência registra relativa estabilidade. Esse panorama, entretanto, contrasta com as condições prevalentes no segmento de pessoas jurídicas, onde a redução do custo dos empréstimos mostrou-se menos expressiva e a inadimplência, embora em patamar moderado, apresenta tendência crescente desde o início do ano. De qualquer maneira, a perspectiva de observância de trajetória declinante das taxas de juros ao tomador de crédito, consistente com a reversão da inadimplência e o afrouxamento das condições monetárias, deverá fortalecer o mercado de crédito, que teve papel determinante na sustentação da demanda doméstica nos últimos anos.

A dinâmica das contas fiscais no primeiro quadrimestre do ano refletiu tanto o impacto da redução da atividade sobre as receitas do governo, quanto o impacto, sobre as despesas, associado a desonerações tributárias e à política de investimentos públicos adotadas com o objetivo de incentivar a recuperação da demanda agregada. Ressalte-se que o impacto dessas ações anticíclicas sobre a trajetória de redução da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) como proporção do Produto Interno Bruto (PIB), mesmo no cenário de recuo nas metas de superávit primário, será contrabalançado pelos efeitos da redução da taxa Selic, que reduz o custo de financiamento da dívida pública mobiliária doméstica.

O desempenho das contas externas do país no decorrer do ano tem-se mostrado mais favorável do que o sugerido pelo ambiente macroeconômico que sucedeu a intensificação da crise nos mercados financeiros, contrariando assim prognósticos pessimistas. A estabilidade das reservas internacionais e a redução da participação relativa da dívida externa no total de passivos externos do país, em favor de investimentos diretos e de carteira, reforçam a percepção de solidez do balanço de pagamentos e de resistência da economia a choques. O cenário mais recente, embora ainda incorpore elevado grau de incerteza, revela condições mais favoráveis às contas externas e antecipa desdobramentos positivos sobre os fluxos de investimentos estrangeiros. A propósito, o déficit em

transações correntes projetado para 2009 se mostra inferior ao verificado no ano anterior e deverá ser integralmente financiado com ingressos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED). Nesse cenário, foi possível a retomada das compras à vista pelo Banco Central no mercado de câmbio – mantida a política de não fixação de pisos ou tetos para a taxa – objetivando o fortalecimento das reservas internacionais do país.

As perspectivas relacionadas ao comportamento dos preços nos próximos meses incorporam a continuidade, possivelmente em ritmo mais acelerado, da convergência do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para a meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Essa dinâmica em parte foi favorecida pelo recuo da atividade verificado nos dois últimos trimestres. Por outro lado, devem ser considerados os eventuais impactos do reaquecimento da demanda interna em um cenário de recuperação da economia doméstica ao longo do segundo semestre do ano, bem como possíveis impactos da elevação dos preços de matérias primas.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 4,1% em 2009, patamar 0,1 p.p. superior ao projetado no Relatório de março. A partir do terceiro trimestre de 2009, a inflação acumulada em quatro trimestres se posiciona abaixo do valor central de 4,5% para a meta de inflação em 2009 e 2010. Isso reflete, fundamentalmente, os efeitos defasados da maior ociosidade dos fatores de produção verificada a partir do quarto trimestre de 2008. Note-se, contudo, que esse impacto foi, em parte, contrabalançado pelas reduções na taxa Selic e pelos impulsos fiscais implementados neste semestre. A inflação acumulada em doze meses parte de 4,7% no segundo trimestre de 2009 e atinge 4,1% no último. Em 2010, alcança 3,9% e se, posteriormente, se posiciona em torno de 4,0% no primeiro e segundo trimestres de 2011.

No cenário de mercado, a previsão de 4,2% para a inflação em 2009 é 0,1 p.p. superior à associada ao cenário de referência, bem como ao valor constante do último Relatório. As projeções indicam continuidade do recuo da inflação acumulada em doze meses em 2009, que, dos 5,6% verificados no primeiro trimestre, desloca-se para 4,7% no segundo; 4,4% no terceiro; e encerra o ano em 4,2%, abaixo do valor central de 4,5% para a meta. Para 2010, o cenário de mercado projeta, no primeiro semestre, recuo da inflação acumulada em doze meses, a qual, entretanto, retorna ao patamar de 4,2% no quarto trimestre, ainda assim abaixo do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo CMN.

Nos dois primeiros trimestres de 2011, a projeção para a inflação acumulada em doze meses se posiciona em torno desse valor. Assim como no cenário de referência, no cenário de mercado é residual a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2009.

De acordo com o cenário de referência, o crescimento do PIB previsto para 2009 foi revisado para 0,8%, ante os 1,2% constantes do “Relatório de Inflação” de março.

A economia brasileira registrou, no primeiro trimestre de 2009, sinais de recuperação em relação à deterioração assinalada após a intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais. Embora o desempenho do setor industrial, em especial dos segmentos mais dependentes do dinamismo dos investimentos e do comércio internacional, seguisse evidenciando o ambiente recessivo registrado nas principais economias maduras, em um cenário de redução da utilização da capacidade instalada e de necessidade de adequação dos estoques, tanto a trajetória do PIB, no trimestre encerrado em março, quanto o desempenho mais recente de indicadores mensais, sugerem que o ciclo de desaceleração econômica no país poderá ser menos acentuado do que o em diversas outras economias, tanto maduras quanto emergentes.

A evolução dos investimentos, que responde com maior defasagem à conjuntura, persistiu traduzindo a piora do ambiente de negócios e dependerá, nos próximos meses, da velocidade da recuperação do quadro de incertezas predominante no cenário econômico atual. A demanda para consumo das famílias, favorecida tanto pela manutenção do poder de compra, decorrente dos processos de redução da inflação, intensificação dos programas de transferência de renda promovidos pelo governo e de ganhos salariais reais, quanto pela redução nas restrições de crédito e pelas medidas temporárias de desoneração fiscal, registrou relativa recuperação nos últimos meses.

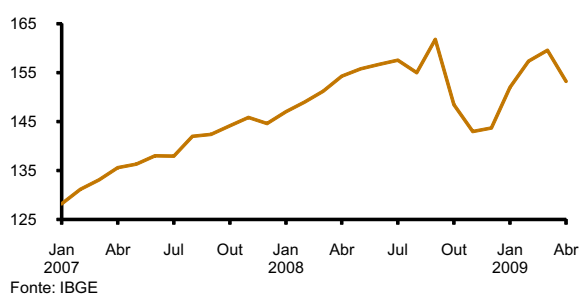
Nesse cenário, o grau da recuperação da economia brasileira nos próximos meses estará condicionado, em grande parte, ao impacto do processo de redução das incertezas relacionadas ao desempenho da economia mundial sobre os fluxos de comércio externo e, internamente, sobre as decisões de investimento e consumo.

1.1 Comércio

Os indicadores do comércio varejista, evidenciando o impacto de medidas localizadas de incentivo ao setor, expressas em redução de impostos e melhores condições no mercado de crédito, revelaram relativa recuperação das vendas ao término do primeiro e início do segundo trimestres do ano. Embora os indicadores relacionados à evolução das expectativas dos consumidores sigam em níveis historicamente reduzidos, estes têm apresentado alguma melhora na margem, e as perspectivas para o setor nos próximos meses consideram a continuidade da retomada das vendas, trajetória consistente com a incorporação de ganhos reais à massa salarial dos trabalhadores.

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

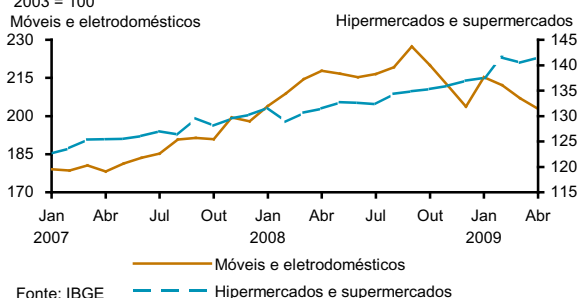
Dados dessazonalizados
2003 = 100



Fonte: IBGE

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

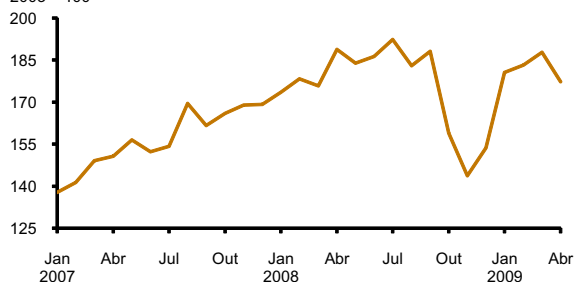
Dados dessazonalizados
2003 = 100



Fonte: IBGE

Gráfico 1.3 – Índice de volume de vendas (veículos, motos, partes e peças)

Dados dessazonalizados
2003 = 100



De acordo com a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), as vendas no comércio ampliado aumentaram 7,2% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, considerados dados dessazonalizados. Este resultado refletiu, em especial, os crescimentos registrados nas vendas de automóveis, motocicletas, partes e peças, 14,8%; outros artigos de uso pessoal e doméstico, 7%; equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, 4,1%; e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria, 3,3%, contrastando com os recuos assinalados nas relativas a livros, jornais revistas e papelaria, 3%; e móveis e eletrodomésticos, 1,4%. Adicionalmente, as vendas referentes a hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, segmento com peso superior a 50% no volume de vendas no varejo, elevaram-se 3,2% no trimestre, constituindo o décimo segundo resultado positivo em seqüência, nesse tipo de comparação.

Medidas fiscais, com validade até a primeira quinzena de julho de 2009, a exemplo das reduções do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre produtos da construção civil e eletrodomésticos, deverão seguir impactando positivamente as vendas desses segmentos nos próximos meses.

O desempenho favorável das vendas do comércio automobilístico, evidenciado nas pesquisas do IBGE, foi ratificado pelos resultados de outros indicadores relacionados ao setor. Nesse sentido, estatísticas dessazonalizadas da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve) revelaram que as vendas de automóveis e comerciais leves cresceram 19,3% no trimestre finalizado em maio, em relação ao encerrado em fevereiro, retornando

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual			
	2009			
	Jan	Fev	Mar	Abr
No mês^{1/}				
Comércio varejista	1,7	1,9	-0,5	-0,2
Combustíveis e lubrificantes	-1,4	2,9	1,1	-0,8
Hiper, supermercados	0,4	2,9	-0,7	0,8
Tecidos, vestuário e calçados	2,3	-1,0	1,8	-1,7
Móveis e eletrodomésticos	5,7	-1,5	-2,4	-2,0
Art. farmacêuticos, médicos	1,5	1,7	1,7	-1,0
Livros, jornais, rev. e papelaria	9,1	-9,3	1,5	-2,7
Equip. e mat. para escritório	-10,7	4,9	1,0	8,9
Outros arts. de uso pessoal	6,1	4,6	0,3	-2,4
Comércio ampliado	5,8	3,5	1,4	-4,0
Materiais de construção	-2,5	3,8	1,0	-3,5
Automóveis e motocicletas	17,6	1,5	2,5	-5,6
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	-1,1	0,2	2,1	2,4
Combustíveis e lubrificantes	-2,8	-2,0	-0,2	2,1
Hiper, supermercados	1,4	2,4	2,8	3,2
Tecidos, vestuário e calçados	-6,9	-3,5	1,1	1,6
Móveis e eletrodomésticos	-5,3	-4,3	-0,2	-1,4
Art. farmacêuticos, médicos	1,9	1,2	3,1	3,3
Livros, jornais, rev. e papelaria	6,8	6,1	5,0	-3,0
Equip. e mat. para escritório	-2,2	-1,0	-3,5	4,1
Outros arts. de uso pessoal	-2,5	0,6	6,4	7,0
Comércio ampliado	-5,7	-0,1	7,8	7,2
Materiais de construção	-9,3	-9,5	-5,1	-0,9
Automóveis e motocicletas	-9,8	5,5	21,0	14,8
No ano				
Comércio varejista	6,0	4,9	3,7	4,5
Combustíveis e lubrificantes	3,8	2,3	3,1	3,2
Hiper, supermercados	7,0	6,3	4,0	6,5
Tecidos, vestuário e calçados	-4,7	-5,7	-6,6	-7,5
Móveis e eletrodomésticos	6,3	2,4	1,3	-1,6
Art. farmacêuticos, médicos	8,9	10,4	12,2	12,0
Livros, jornais, rev. e papelaria	23,9	13,1	12,3	9,4
Equip. e mat. para escritório	15,4	13,2	15,0	18,1
Outros arts. de uso pessoal	5,0	7,6	6,5	8,3
Comércio ampliado	2,8	2,2	3,6	2,5
Materiais de construção	-12,5	-12,6	-9,9	-11,4
Automóveis e motocicletas	-0,3	-0,2	6,0	1,3

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Tabela 1.2 – Índice de vendas no varejo – Brasil

Abril de 2009

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

Fonte: IBGE

ao patamar dos meses que antecederam a intensificação da crise financeira internacional. Na mesma linha, as vendas de autoveículos nacionais no mercado interno, divulgadas pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), elevaram-se 25,9% no trimestre. A trajetória dessas vendas deverá seguir influenciada, nos próximos meses, pelos impactos das medidas de incentivo aplicadas ao setor, bem como por certa distensão nas condições de crédito.

As vendas varejistas cresceram 2,4% no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro. Esse desempenho refletiu as expansões assinaladas nas regiões Nordeste, 3%; Norte, 2,9%; e Sudeste, 2,3%, seguindo-se as registradas no Sul, 1,9%; e no Centro-oeste, 0,8%. As vendas do varejo apresentaram evolução favorável em 23 das 27 Unidades da Federação, com ênfase no dinamismo observado em Roraima, 9,4%; Maranhão, 5,3%; Alagoas, 5,1%; Ceará, 4,2%; e Rondônia, 3,7%, contrastando com os recuos observados no Mato Grosso do Sul, 3,8%; Acre, 3,4%; e Distrito Federal, 0,8%.

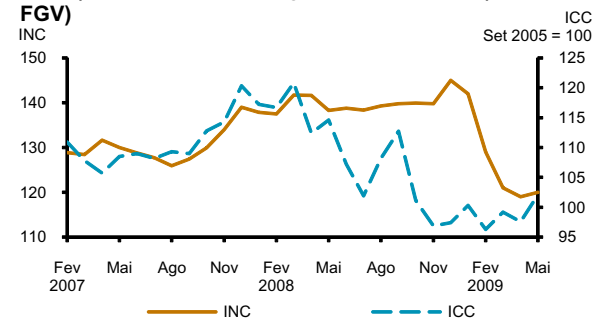
A receita nominal do comércio ampliado, traduzindo elevações de 2,5% no volume de vendas e de 2,6% nos preços, registrou crescimento de 5,2% nos quatro primeiros meses de 2009, em relação a igual período do ano anterior. Os resultados mais expressivos ocorreram nos segmentos outros artigos de uso pessoal e doméstico, 17,7%; artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria, 17,6%; hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, 15,1% livros, jornais, revistas e papelaria, 12,7%; e equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 9,9%, situando-se em patamar superior à variação média de 5,7% registrada pelo IPCA, divulgado pelo IBGE, no período. Os segmentos que apresentaram menor dinamismo foram veículos, motos, partes e peças, -3,4%; móveis e eletrodomésticos, -1,6%; e tecidos, vestuário e calçados, -0,6%.

Os resultados na margem das pesquisas destinadas à avaliação da confiança dos consumidores registraram, em especial no início do segundo trimestre, relativa recuperação, tendência expressa, fundamentalmente, pelos resultados mais favoráveis captados pelos componentes relacionados às expectativas.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), aumentou 2,8% no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, reflexo da elevação de 6,7% no Índice das

Expectativas (IE) e do recuo de 2,5% no Índice da Situação Presente (ISP), considerados dados dessazonalizados. Apesar da recuperação na margem, o indicador encontra-se em patamar 14,1% inferior ao assinalado em maio de 2008, traduzindo recuos de 18,1% no ISP e de 11,7% no IE.

Gráfico 1.4 – Índice Nacional de Confiança (INC – ACSP) e Índice de Confiança do Consumidor (ICC – FGV)

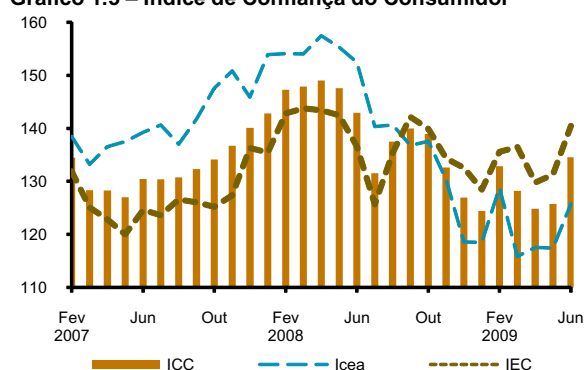


Fonte: ACSP e FGV

O Índice Nacional de Confiança (INC), mensurado pela *Ipsos Public Affairs* (Ipsos) para a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), atingiu 120 pontos em maio, registrando aumento de 0,8% no mês e redução de 13,2% em relação a igual período de 2008. A análise regional revela que os consumidores encontram-se menos otimistas no Nordeste, onde o INC recuou 21,5% em relação a maio de 2008, seguindo-se as reduções assinaladas nas regiões Norte e Centro-Oeste¹, 19,4%; Sul, 17,4%; e Sudeste, 3,8%.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado trimestralmente pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), revelou recuperação da confiança do consumidor no segundo trimestre do ano, quando, considerada pesquisa realizada de 29 de maio a 1º de junho, o indicador assinalou alta de 3,8% em relação ao trimestre anterior e de 0,5% ante o mesmo período de 2008. A segmentação da variação trimestral do Inec retrata aumento no otimismo em relação às expectativas de inflação e às perspectivas de desemprego.

Gráfico 1.5 – Índice de Confiança do Consumidor



Fonte: Fecomercio SP

O ICC, divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP) e restrito à região metropolitana de São Paulo, registrou elevação mensal de 7% em maio, reflexo dos aumentos observados no Índice de Condições Econômicas Atuais (Icea), 7,1%; e no Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), 6,9%. Apesar do resultado positivo na margem, o ICC registrou retração acumulada de 12,2% nos seis primeiros meses do ano, período em que o Icea recuou 21,9% e o IEC, 5%.

1.2 Produção

Agropecuária

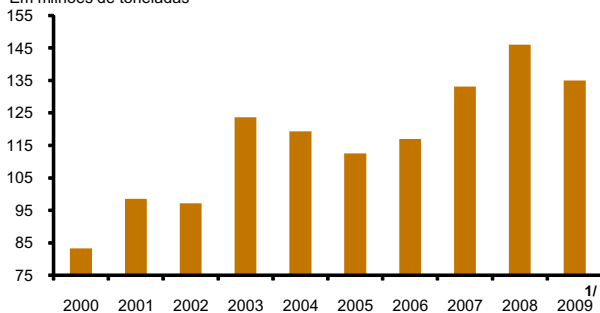
O produto do setor agropecuário recuou 1,6% no trimestre encerrado em março, em relação a igual período de 2008, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE.

1/ O INC apresenta estatísticas das Regiões Norte e Centro-Oeste de forma agregada.

Lavouras

Gráfico 1.6 – Produção de grãos

Em milhões de toneladas



Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

A safra de grãos deverá totalizar 135 milhões de toneladas em 2009, de acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE. A perspectiva de redução de 7,5% em relação à safra anterior reflete a projeção de contração de, igualmente, 7,5% para a produtividade média das culturas, evolução consistente tanto com a nova relação entre os preços externos das principais *commodities* e dos insumos, quanto com o impacto da ocorrência de condições climáticas desfavoráveis sobre o resultado de lavouras importantes.

A produção de soja, após aumentar 3,4% em 2008, deverá totalizar 57,2 milhões de toneladas de grãos. A redução anual de 4,5% reflete previsões de recuo de 6,5% no rendimento médio e de crescimento de 2,1% na área cultivada.

A safra de milho está estimada em 50,9 milhões de toneladas. A redução anual de 13,8% incorpora recuos de 3,7% na área plantada e de 10,5% na produtividade média, ressaltando-se que a primeira safra desta lavoura foi prejudicada tanto pela estiagem registrada na região Sul quanto por quebras nas produções das regiões Sudeste e Centro-Oeste.

Tabela 1.3 – Produção agrícola

Discriminação	Em mil toneladas		
	Produção 2008	Produção 2009 ^{1/}	Variação % 2009/2008
Produção de grãos	145 986	134 984	-7,5
Caroço de algodão	2 422	1 834	-24,3
Arroz (em casca)	12 101	12 797	5,8
Feijão	3 460	3 640	5,2
Milho	59 012	50 894	-13,8
Soja	59 917	57 196	-4,5
Trigo	5 886	5 715	-2,9
Outros	3 188	2 909	-8,8

Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

As safras de feijão e de arroz estão projetadas, na ordem, em 3,6 milhões e 12,8 milhões de toneladas, registrando aumentos respectivos anuais de 5,2% e 5,8%. As áreas cultivadas das culturas deverão crescer, na ordem, 9,4% e 1,9%, enquanto para as respectivas produtividades médias estão estimadas variações de -3,8% e 3,7%.

A produção de cana-de-açúcar deverá atingir 690,4 milhões de toneladas em 2009. O aumento anual de 6,4% resulta de expansões de 5,6% na área cultivada e de 0,7% na produtividade média.

A safra de café, evidenciando o efeito do ano de baixa produção do ciclo bianual do cultivo do produto, deverá decrescer 13,8% no ano. Estão projetadas contrações de 2,8% na área cultivada e de 11,2% no rendimento médio.

Pecuária

De acordo com a Pesquisa Trimestral de Abate de Animais, divulgada pelo IBGE, a produção de carne bovina

Tabela 1.4 – Produção da pecuária

Peso total das carcaças

Discriminação	Variação % acumulada no ano					
	2008					
	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Bovinos	-5,5	-5,9	-5,6	-5,3	-5,9	-6,1
Suínos	4,8	3,9	4,7	5,0	4,9	6,2
Aves	17,1	15,4	15,9	15,0	13,7	13,2

Fonte: IBGE

totalizou 6,6 milhões de toneladas em 2008, reduzindo-se 6,1% em relação ao ano anterior. Considerada a mesma base de comparação, as produções de aves e de suínos atingiram 10,2 milhões e 2,6 milhões de toneladas, respectivamente, elevando-se, na ordem, 13,2% e 6,2%.

As exportações de carne bovina totalizaram 289,9 mil toneladas no primeiro quadrimestre do ano, recuando 15,3% em relação ao mesmo período de 2008. No mesmo período, as vendas externas de carnes suína e de aves somaram, na ordem, 165,5 mil toneladas e 1,1 milhão de toneladas, registrando expansões respectivas de 15,6% e 3,6%.

Produção industrial

O desempenho da produção industrial no primeiro quadrimestre do ano revela relativa recuperação do setor, que foi impactado fortemente, no último trimestre de 2008, pela deterioração das expectativas inerente ao processo de intensificação da crise financeira internacional. A retomada da indústria vem sendo sustentada pelo dinamismo do segmento de bens de consumo duráveis, favorecido, em especial, pelas medidas governamentais que objetivam estimular o consumo de bens de maior valor agregado, enquanto a produção de bens de capital, que liderava o crescimento industrial até o primeiro semestre de 2008, segue impactada negativamente pelo cenário de contração da demanda e escassez de crédito corporativo.

O padrão de recuperação da produção física da indústria vem se manifestando, de modo geral, nos demais indicadores da atividade industrial. Nesse sentido, os níveis de utilização da capacidade instalada e dos índices de confiança dos empresários do setor industrial, tanto em relação ao momento presente quanto em relação às expectativas, registraram recuperação gradual no decorrer do ano, contrastando com a trajetória do emprego industrial, que registrou, em abril, o sétimo resultado mensal negativo em sequência.

A produção industrial, após experimentar recuo acentuado no trimestre encerrado em dezembro, registrou crescimento mensal nos quatro primeiros meses do ano, acumulando, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM-PF) do IBGE, expansão de 6,2% em relação a dezembro. Essa recuperação, entretanto, ainda não está evidenciada no comportamento da série trimestral, que revelou recuo de 0,4% da indústria

Tabela 1.5 – Produção industrial

Discriminação	Variação percentual			
	2009			
	Jan	Fev	Mar	Abr
Indústria geral				
No mês ^{1/}	2,1	1,9	0,9	1,1
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	-14,8	-15,6	-7,8	-0,4
Mesmo mês do ano anterior	-17,5	-16,8	-9,7	-14,8
Acumulado no ano	-17,5	-17,2	-14,6	-14,7
Acumulado em 12 meses	1,0	-1,0	-1,9	-3,9
Indústria de transformação				
No mês ^{1/}	2,2	1,4	0,3	1,0
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	-13,3	-14,6	-7,3	-1,2
Mesmo mês do ano anterior	-17,4	-16,7	-2,6	-13,5
Acumulado no ano	-17,4	-17,1	-14,5	-14,7
Acumulado em 12 meses	1,0	-1,0	-1,9	-3,9
Extrativa mineral				
No mês ^{1/}	3,4	2,0	2,3	1,1
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	-17,3	-16,1	-6,9	2,0
Mesmo mês do ano anterior	-18,4	-18,8	-10,3	-11,5
Acumulado no ano	-18,4	-18,6	-15,8	-14,7
Acumulado em 12 meses	1,6	-0,6	-1,8	-3,0

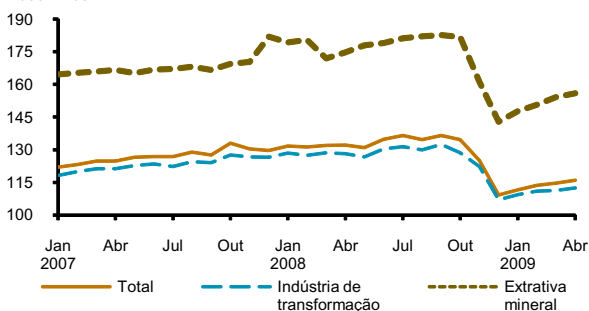
Fonte: IBGE

^{1/} Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.7 – Produção industrial

Dados dessazonalizados

2000 = 100



Fonte: IBGE

Tabela 1.6 – Produção industrial por categoria de uso

Discriminação	Variação percentual			
	2009			
	Jan	Fev	Mar	Abr
No mês^{1/}				
Produção industrial	2,1	1,9	0,9	1,1
Bens de capital	5,6	-6,9	-4,6	2,6
Bens intermediários	1,1	1,5	0,4	1,1
Bens de consumo	3,6	3,9	1,4	0,9
Duráveis	35,8	11,2	1,8	2,7
Semi e não duráveis	-0,9	2,8	0,8	0,3
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Produção industrial	-14,8	-15,6	-7,8	-0,4
Bens de capital	-17,0	-24,5	-18,6	-14,2
Bens intermediários	-13,5	-14,6	-7,8	-1,6
Bens de consumo	-11,2	-10,1	-1,7	4,2
Duráveis	-33,3	-27,2	1,0	20,3
Semi e não duráveis	-4,8	-5,2	-2,0	1,3
No ano				
Produção industrial	-17,5	-17,2	-14,6	-14,7
Bens de capital	-14,4	-19,5	-20,2	-22,6
Bens intermediários	-20,4	-20,7	-18,1	-17,5
Bens de consumo	-13,9	-11,3	-7,9	-8,2
Duráveis	-30,9	-27,6	-22,5	-22,2
Semi e não duráveis	-8,6	-6,0	-2,9	-3,2

Fonte: IBGE

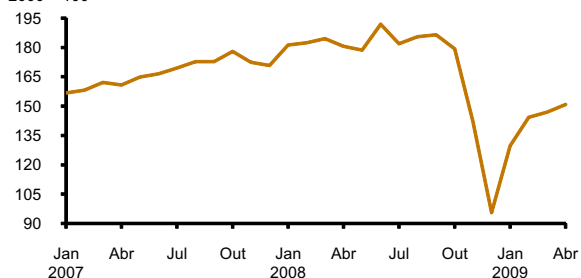
1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.8 – Produção industrial

Bens de consumo duráveis

Dados dessazonalizados

2000 = 100



Fonte: IBGE

no trimestre terminado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, reflexo da retração de 1,2% na indústria de transformação e do crescimento de 2% na indústria extrativa. Vale mencionar que a produção trimestral da indústria havia retraído 14,8% no trimestre finalizado em janeiro.

O ritmo de recuperação da indústria de transformação foi influenciado pelo fraco desempenho do segmento de bens de capital, que, na medida em que traduz a trajetória dos investimentos, tende a reagir com maior defasagem em períodos posteriores a choques não previstos que sucedam um cenário de crescimento contínuo da capacidade produtiva. Dessa forma, a produção de bens de capital recuou 14,2% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando decrescera 17%, no mesmo tipo de comparação. Ressalte-se, no período, o desempenho negativo das atividades máquinas e equipamentos, máquinas para escritório e equipamentos de informática, máquinas aparelhos e materiais elétricos, equipamentos de instrumentação médico-hospitalar e outros equipamentos de transporte.

O impacto da continuidade do desempenho negativo da produção de bens de capital foi compensado, em grande parte, pela retomada da indústria de bens de consumo duráveis que, após recuar 33,3% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro de 2008, passou a refletir os impactos das medidas de caráter transitório implementadas pelo governo para estimular o setor, com ênfase na desoneração do IPI para a aquisição de automóveis, bem como certa distensão nas condições de crédito para pessoas físicas. Nesse novo cenário, a produção de bens de consumo duráveis registrou crescimento trimestral de 20,3% em abril, considerados dados dessazonalizados, com ênfase no dinamismo dos segmentos mobiliário e veículos automotores.

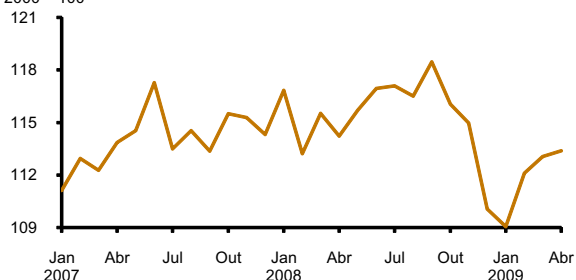
A produção de bens de consumo semi e não-duráveis registrou crescimento de 1,3% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando recuara 4,8%, no mesmo tipo de comparação, enquanto a indústria de bens intermediários assinalou recuos respectivos de 1,6% e 13,5%, nos períodos considerados. Ressalte-se que o desempenho do segmento de bens de consumo semi e não-duráveis esteve favorecido pelo maior dinamismo das atividades alimentos, bebidas, edição, reprodução e impressão e perfumaria e produtos de limpeza, contrastando com as retrações relacionadas aos setores calçados, vestuário e farmacêutica.

Gráfico 1.9 – Produção industrial

Bens de consumo semi e não duráveis

Dados dessazonalizados

2000 = 100



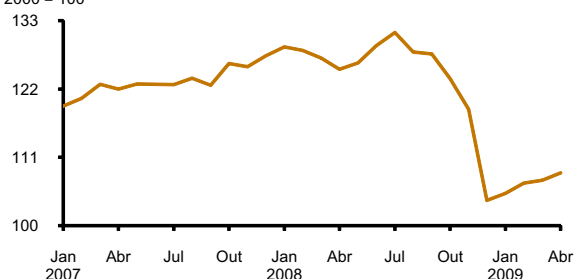
Fonte: IBGE

Gráfico 1.10 – Produção industrial

Bens intermediários

Dados dessazonalizados

2000 = 100



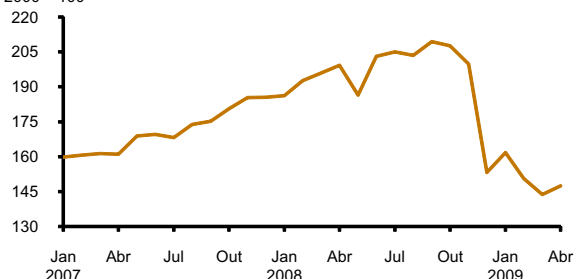
Fonte: IBGE

Gráfico 1.11 – Produção industrial

Bens de capital

Dados dessazonalizados

2000 = 100

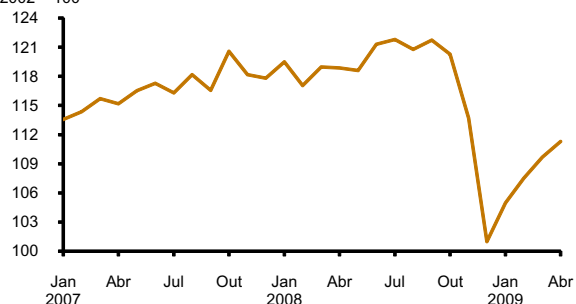


Fonte: IBGE

Gráfico 1.12 – Produtividade do trabalho

Dados dessazonalizados

2002 = 100



Fonte: IBGE

A análise da produção de bens de capital segundo sua destinação revela desempenho negativo generalizado no trimestre terminado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, considerados dados dessazonalizados. Os recuos mais acentuados ocorreram nas categorias de bens destinados aos setores da construção, 52,6%; energia elétrica, 28,2%; e agrícola, 27,2%, cujos ciclos de maturação de investimentos são mais longos, enquanto a redução menos representativa, 0,7%, ocorreu na produção de bens de capital de uso misto. Vale mencionar que a produção de insumos típicos da construção civil decresceu 2,3% no período, evidenciando que o ritmo da retração nesta indústria foi relativamente moderado, se considerado o recuo – associado, em parte, à retração nas exportações do setor – registrado na demanda por bens de capital.

A produção de bens de capital para fins industriais recuou 9% no trimestre, registrando-se reduções de 4% na produção de não seriados, que incluem bens de capital cujo processo produtivo é mais prolongado, e de 10% na relativa a bens seriados. Esta diferença se relaciona, provavelmente, à ocorrência da finalização de unidades que se encontravam em estágio adiantado de produção no momento em que a crise financeira internacional se intensificou.

A recuperação do setor automobilístico segue favorecida pela redução temporária do IPI incidente sobre o setor e pela melhora no acesso ao crédito. Nesse cenário, a produção de veículos leves aumentou 40% no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, de acordo com dados dessazonalizados da Anfavea.

A indústria segue eliminando postos de trabalho, trajetória ratificada pelo recuo de 3,6% registrado pelo índice do pessoal ocupado da Pesquisa Industrial Mensal – Empregos e Salários (PIMES) do IBGE, no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro, considerados dados dessazonalizados. Ressalte-se que este resultado se constituiu na redução mais intensa, nesse tipo de comparação, observada desde o início desta série, em janeiro de 2003. Adicionalmente, os índices relacionados ao número de horas pagas e à folha de pagamento real registraram retrações respectivas de 3% e 1,3%, no período.

A produtividade do trabalho, definida como a razão entre os índices da produção física e do número de horas pagas, registrou aumento de 2,8% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia recuado 11,9%, no mesmo tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados.

Gráfico 1.13 – Utilização da capacidade instalada na indústria de transformação

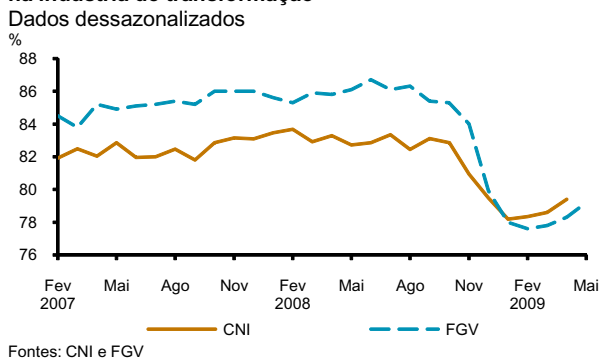


Tabela 1.7 – Índice de Confiança da Indústria^{1/}

Discriminação	2009				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Índice de Confiança da Indústria	75,3	76,2	77,8	84,5	89,6
Por componente:					
Índice de Situação Atual	78,1	77,8	79,5	86,5	93,1
Nível da demanda global	72,0	67,7	71,8	80,1	90,6
Nível de estoques	78,2	82,6	83,9	89,4	89,2
Situação dos negócios	72,9	71,3	70,8	77,1	86,5
Índice de Expectativas	72,5	74,6	76,1	82,5	86,1
Situação dos negócios	77,0	85,7	78,6	89,9	98,8
Emprego	82,6	82,4	84,6	94,0	95,8
Produção física	98,3	98,3	107,8	109,8	112,9

Fonte: FGV

^{1/} A média dos últimos dez anos corresponde a 100. Séries dessazonalizadas.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação atingiu 79,2% em maio, registrando a terceira elevação mensal consecutiva, de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação (SCIT) da FGV, mas mantendo-se em patamar 6 p.p. inferior ao assinalado, em média, em 2008. A análise por categorias de uso revela que a evolução experimentada pelo Nuci nos últimos três meses refletiu, em especial, o crescimento de 5,1 p.p. observado no indicador relativo ao segmento de bens de consumo e a estabilidade assinalada no relativo à indústria de bens de capital, evolução consistente com as trajetórias recentes destas indústrias.

O Índice de Confiança da Indústria (ICI) atingiu 89,6 pontos em maio, elevando-se 13,4 pontos em relação a fevereiro, de acordo com dados dessazonalizados da SCIT da FGV. Vale mencionar que, à exceção da indústria de bens de capital, foram registrados avanços dessa magnitude em todas as categorias de uso, no período, e que o índice de confiança na indústria de bens de consumo, ao situar-se em 102,6 pontos, superou a média histórica da respectiva série, iniciada em janeiro de 1993, em 2 pontos.

A evolução trimestral do ICI decorreu de aumentos generalizados em seus componentes. O Índice de Situação Atual (ISA), impulsionado pelo crescimento de 22,9 pontos observado no item nível de demanda global, elevou-se 15,3 pontos no trimestre, não obstante o item nível de estoques, indicando o esgotamento de seu processo de ajuste, avançasse 6,6 pontos no período. O IE, traduzindo aumentos no item produção física prevista, 14,6 pontos; emprego previsto, 13,4 pontos; e situação dos negócios para os próximos seis meses, 13,1 pontos, elevou-se 11,5 pontos no trimestre.

1.3 Mercado de trabalho

Emprego

A taxa média de desemprego, medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, atingiu 8,8% no trimestre encerrado em abril, ante 7,5% naquele finalizado em janeiro e 8,6% em igual período de 2008.

O crescimento do desemprego, em termos anuais, refletiu a ocorrência de aumentos de 0,8% no nível de ocupação e de 1,1% na PEA, e, consideradas as categorias de ocupação, variações respectivas de 2,6% e -3,3% no emprego formal e no emprego sem carteira no setor privado.

Gráfico 1.14 – Taxa de desemprego aberto

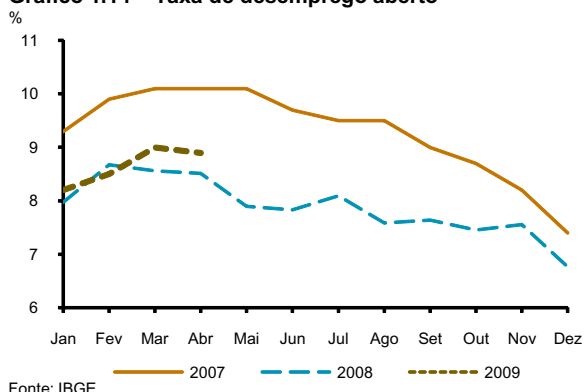


Tabela 1.8 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho – acumulado no período (em mil)				
	2008	2009			
		Jan	Fev	Mar	Abr
Total	1452,2	-101,7	-92,6	-57,8	48,5
Ind. de transformação	178,7	-55,1	-111,6	-147,4	-147,2
Comércio	382,2	-50,8	-61,1	-70,8	-65,1
Serviços	648,3	2,5	60,0	109,3	168,5
Construção civil	197,9	11,3	14,2	30,3	43,7
Agropecuária	18,2	-12,1	-11,1	-3,9	18,8
Serv. ind. de util. pública	8,0	0,7	1,5	2,0	2,6
Outros ^{1/}	19,0	1,8	15,6	22,7	27,2

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

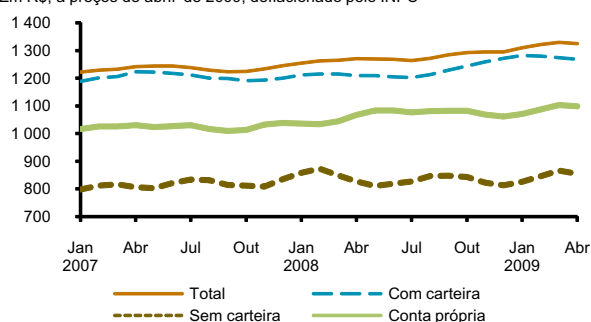
A taxa de formalização do emprego, definida como a razão entre o número de empregados com carteira assinada no setor privado e o número total de ocupados, atingiu 45% em abril, ante 44,3% em abril de 2008.

De acordo com o Cadastro Geral dos Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), foram criados 48,5 mil empregos formais nos quatro primeiros meses do ano, ante 849 mil em igual intervalo de 2008, resultado menos expressivo para o período desde 1999. Considerados os principais setores de atividade, a geração de empregos recuou 0,9% na indústria de transformação, no quadrimestre, resultado mais desfavorável em dez anos, enquanto nos segmentos comércio, serviços, e construção civil foram registrados aumentos respectivos de 4,7%, 4,8% e 8,4%, no período.

Rendimentos

Gráfico 1.15 – Rendimento habitual médio real^{1/}

Em R\$, a preços de abril de 2009, deflacionado pelo INPC



Fonte: IBGE

O rendimento médio real habitualmente recebido nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME, após aumentar 4,5% no trimestre terminado em janeiro, em relação a igual período em 2008, cresceu 4,3% no trimestre finalizado em abril, no mesmo tipo de comparação. A massa salarial real, produto do rendimento médio real habitualmente recebido pelo número de ocupados, aumentou 5,1%, ante 7% no trimestre encerrado em janeiro, em desaceleração consistente com o recuo recente registrado no nível de ocupação. O rendimento médio atingiu R\$1.318,40 em abril, maior valor registrado para o mês desde o início da série, em março de 2002.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB recuou 1,8% no primeiro trimestre de 2009, em relação ao mesmo período do ano anterior, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE. Este desempenho refletiu a ocorrência de resultados negativos em todos os componentes do produto, à exceção do setor de serviços, enquanto sob a ótica da demanda, em oposição ao comportamento iniciado em 2006, a contribuição da demanda interna atingiu -1,9 p.p. e a relacionada ao setor externo, 0,1 p.p., embora as exportações tenham exercido impacto negativo de 2,2 p.p. Vale mencionar que, no primeiro trimestre de 2008, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a expansão de 6,1% experimentada pelo PIB, na mesma base de comparação, somaram, na ordem, 8,7 p.p. e -2,6 p.p.

Revisão da Projeção para o PIB 2009

A estimativa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para 2009 foi revisada de 1,2%, no Relatório de Inflação de março, para 0,8%. Esta alteração, mesmo em um cenário em que os resultados do PIB relativos ao primeiro trimestre do ano sugerem que a desaceleração econômica que sucedeu a intensificação da crise internacional poderá ser menos intensa do que previsto inicialmente, reflete, em especial, o impacto de projeções menos favoráveis em relação ao desempenho da indústria.

Considerada a ótica da produção, assinalem-se as perspectivas menos otimistas em relação aos desempenhos dos setores primário e secundário, contrastando com a evolução mais favorável estimada para o setor terciário. A projeção relacionada à produção agropecuária indica que o setor deverá apresentar recuo anual de 0,8%, ante contração esperada de 0,1% no relatório anterior, movimento consistente com a incorporação dos efeitos tanto das adversidades climáticas – secas no sul do País e excesso de chuvas no norte e nordeste – sobre as safras agrícolas, quanto do ambiente recessivo externo sobre a demanda por produtos da pecuária.

A atividade industrial, setor mais atingido pela deterioração das expectativas, deverá recuar 2,2% em 2009, ante aumento de 0,1% previsto no relatório anterior. Esta reversão traduz a ocorrência de retrações nas projeções relativas ao desempenho de todos os segmentos do setor, à exceção da indústria extrativa, que, impulsionada pela produção de petróleo, deverá crescer 2,9% no ano, ante projeção anterior de 2,4%. O recuo da indústria de transformação deverá atingir 4,2%, ante estimativa anterior de 1,6%, movimento consistente com o ritmo de recuperação apresentado pelo segmento no

início do ano. A atividade da construção civil deverá registrar retração de 0,5% em 2009, contrastando com a projeção de crescimento de 2,7% assinalada no relatório anterior. A nova projeção, embora incorpore a perspectiva de recuperação do setor a partir do segundo trimestre – consistente com a introdução de novas linhas de financiamento imobiliário e com os efeitos do programa governamental para construção de casas populares e dos investimentos no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) – reflete, em especial, a retração de 9,8% registrada pela construção civil no primeiro trimestre do ano, em relação a igual período de 2008.

A projeção relativa à variação da produção e distribuição de eletricidade, gás e água foi reduzida de 2,1% para -1,2%, reversão decorrente tanto da incorporação do recuo de 4,2% apresentado pelo segmento no primeiro trimestre do ano, quanto da estimativa de intensificação da retração anual da indústria de transformação, responsável por aproximadamente 45% do consumo de energia elétrica.

O desempenho anual do setor de serviços foi reestimado de 1,7% para 2,1%, evolução associada,

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação acumulada no ano						
	2008	2008				2009	
	Pesos	I Tr	II Tr	III Tr	IV Tr	I Tr	IV Tr ^{1/}
Agropecuária – Total	5,7	3,8	6,7	6,7	5,8	-1,6	-0,8
Indústria – Total	23,6	6,9	6,2	6,5	4,3	-9,3	-2,2
Extrativa mineral	3,0	3,6	4,5	5,6	4,3	-1,1	2,9
Transformação	13,5	7,4	6,2	6,1	3,2	-12,6	-4,2
Construção civil	4,3	8,9	9,3	10,2	8,0	-9,8	-0,5
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	2,7	5,4	4,6	4,9	4,5	-4,2	-1,2
Serviços – Total	55,2	5,2	5,3	5,5	4,8	1,7	2,1
Comércio	10,3	7,9	8,1	8,6	6,1	-6,0	-0,9
Transporte, armazenagem e correio	4,6	4,3	4,7	5,0	3,2	-5,6	-1,3
Serviços de informação	3,0	8,0	8,1	8,8	8,9	5,4	5,0
Intermediação financeira ^{2/}	5,7	13,2	11,7	10,7	9,1	5,8	4,2
Outros serviços	11,4	3,3	4,1	4,7	4,5	7,0	3,5
Atividades imobiliárias e aluguel	7,3	3,8	3,5	3,3	3,0	1,6	2,9
Administração, saúde e educação públicas	12,9	1,4	1,7	2,0	2,3	3,1	2,5
Valor adicionado a preços básicos	84,5	5,6	5,8	5,9	4,7	-1,5	0,7
Impostos sobre produtos	15,5	9,1	8,6	9,1	7,4	-3,3	1,0
PIB a preços de mercado	100,0	6,1	6,2	6,4	5,1	-1,8	0,8

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

2/ Inclui seguros, previdência complementar e serviços relativos.

em especial, ao desempenho observado no primeiro trimestre do ano. Foram realizadas revisões favoráveis em todos os subsetores, excetuando-se as reduções assinaladas nas estimativas relativas ao comércio, de -0,4% para -0,9%, e transportes, de -0,5% para -1,3%, segmentos impactados, em especial, pela redução da oferta representada pelos desempenhos da indústria e das importações.

Considerada a ótica da demanda, o ajuste principal ocorreu na projeção relacionada ao desempenho da Formação Bruta de Capital Fixo, que passou de crescimento anual de 0,7% para retração de 5,1%. A revisão nesse componente, o mais sensível a variações nas expectativas e no produto, esteve associada, em grande parte, ao recuo interanual de 14% observado no primeiro trimestre do ano e às perspectivas limitadas de recuperação dos investimentos em um cenário de ociosidade no nível de utilização da capacidade instalada interno e recuperação incipiente das economias mais desenvolvidas. A estimativa relativa ao consumo das famílias atingiu 1,5%, ante 1,6% no relatório anterior, enquanto a relacionada ao consumo do governo, refletindo, em parte, a política de gastos anticíclicos do governo federal, aumentou de 2,4% para 2,8%. Reforçando a perspectiva de contribuição positiva do setor externo para o PIB, a projeção para o recuo das importações aumentou 1,4 p.p., para 7,8%, enquanto a relativo às exportações decresceu 0,9 p.p., para 5,7%.

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

Período	PIB a preços de mercado	Consumo das famílias	Consumo do governo	Consumo total	Formação Bruta de Capital Fixo	Exportações	Importações	%
2002		2,7	1,9	4,7	2,6	-5,2	7,4	-11,8
2003		1,1	-0,8	1,2	-0,3	-4,6	10,4	-1,6
2004		5,7	3,8	4,1	3,9	9,1	15,3	13,3
2005		3,2	4,5	2,3	3,9	3,6	9,3	8,5
2006		4,0	5,2	2,6	4,5	9,8	5,0	18,4
2007		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
2008		5,1	5,4	5,6	5,4	13,8	-0,6	18,5
Contribuição (p.p.)			3,3	1,1	4,4	2,4	-0,1	-2,2
2009 (estimado)		0,8	1,5	2,8	1,8	-5,1	-5,7	-7,8
Contribuição (p.p.)			0,9	0,6	1,5	-1,0	-0,8	1,1

Fonte: IBGE e Banco Central

Tabela 1.9 – Produto Interno Bruto – Preços de mercado

Discriminação	Variação %				
	2008				2009
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
Acumulado no ano	6,1	6,2	6,4	5,1	-1,8
Acumulado em 4 trimestres	5,9	6,0	6,3	5,1	3,1
Trimestre/igual trimestre do ano anterior	6,1	6,2	6,8	1,3	-1,8
Trimestre/trimestre anterior ^{1/}	1,9	1,6	1,4	-3,6	-0,8
Agropecuária	1,4	1,6	-0,2	-1,0	-0,5
Indústria	3,6	1,2	1,6	-8,2	-3,1
Serviços	1,4	0,8	0,8	-0,4	0,8

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Tabela 1.10 – Produto Interno Bruto – Ótica da demanda

Discriminação	Variação %				
	2008				2009
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
Acumulado no ano					
PIB a preços de mercado	6,1	6,2	6,4	5,1	-1,8
Consumo das famílias	6,3	6,1	6,5	5,4	1,3
Consumo do governo	6,5	5,3	5,7	5,6	2,7
Formação Bruta de					
Capital Fixo	15,4	16,0	17,3	13,8	-14,0
Exportação	-2,3	1,4	1,6	-0,6	-15,2
Importação	18,8	22,5	22,6	18,5	-16,0

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

Tabela 1.11 – Produto Interno Bruto

Discriminação	Variação %				
	2008				2009
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
Acumulado no ano					
Agropecuária	3,8	6,7	6,7	5,8	-1,6
Indústria	6,9	6,2	6,5	4,3	-9,3
Extrativa mineral	3,6	4,5	5,6	4,3	-1,1
Transformação	7,4	6,2	6,1	3,2	-12,6
Construção civil	8,9	9,3	10,2	8,0	-9,8
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	5,4	4,6	4,9	4,5	-4,2
Serviços	5,2	5,3	5,5	4,8	1,7
Comércio	7,9	8,1	8,6	6,1	-6,0
Transporte, armazenagem e correio	4,3	4,7	5,0	3,2	-5,6
Serviços de informação	8,0	8,1	8,8	8,9	5,4
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos	13,2	11,7	10,7	9,1	5,8
Outros serviços	3,3	4,1	4,7	4,5	7,0
Atividades imobiliárias e aluguel	3,8	3,5	3,3	3,0	1,6
Administração, saúde e educação públicas	1,4	1,7	2,0	2,3	3,1
Valor adic. a preços básicos	5,6	5,8	5,9	4,7	-1,5
Impostos sobre produtos	9,1	8,6	9,1	7,4	-3,3
PIB a preços de mercado	6,1	6,2	6,4	5,1	-1,8

Fonte: IBGE

A contribuição da demanda interna traduziu, em especial, a redução acentuada dos investimentos, expressa na retração de 14% registrada na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), contrastando com as elevações assinaladas no consumo das famílias, 1,3%, e do governo, 2,7%. A continuidade da deterioração na corrente de comércio externo, compatível com o ambiente recessivo observado nas principais economias maduras, resultou em reduções de 15,2% nas exportações e de 16% nas importações, no trimestre.

O exame do recuo anual do PIB sob a ótica da produção revela a continuidade da perda de dinamismo da indústria, que recuou 9,3% em relação ao primeiro trimestre de 2008. Esta retração esteve associada, em especial, às reduções observadas na indústria de transformação, 12,6%, impactada pelos resultados negativos registrados nos segmentos máquinas e equipamentos, metalurgia, veículos automotores, mobiliário, e vestuário e calçados; e na construção civil, 9,8%. Adicionalmente, ocorreram retrações de 4,2% na produção e distribuição de eletricidade, gás e água e de 1,1% na indústria extrativa mineral, esta traduzindo o impacto mais acentuado do recuo de 38,1% observado na produção de minério de ferro, em relação ao proporcionado pela elevação de 6,5% na relativa a petróleo e gás natural.

O setor de serviços assinalou expansão de 1,7%, na mesma base comparação, evolução consistente com os resultados favoráveis registrados nos segmentos mais relacionados ao mercado doméstico, com ênfase em outros serviços, 7%; intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relativos, 5,8%; e serviços de informação, 5,4%. Em sentido inverso, evidenciando o impacto da desaceleração do nível de atividade econômica experimentada pelos setores primário e secundário, registraram-se recuos respectivos de 6% e 5,6% nos segmentos comércio e transporte, armazenagem e correios.

A produção agropecuária recuou 1,6% no primeiro trimestre de 2009, em relação a igual período do ano anterior, resultado associado ao desempenho negativo de culturas que incorporam peso relevante na produção do período. Nesse sentido, ressaltam-se os recuos registrados, de acordo com o LSPA de abril, do IBGE, nas safras de algodão, 19,7%; milho, 13,2%; soja, 3,9%; e fumo, 1,2%, contrastando com a expansão de 6,2% observada na produção de arroz.

Tabela 1.12 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
 Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2008				2009
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
PIB a preços de mercado	1,9	1,6	1,4	-3,6	-0,8
Agropecuária	1,4	1,6	-0,2	-1,0	-0,5
Indústria	3,6	1,2	1,6	-8,2	-3,1
Serviços	1,4	0,8	0,8	-0,4	0,8
Consumo das famílias	1,5	0,7	1,8	-1,8	0,7
Consumo do governo	4,2	-0,2	1,5	0,5	0,6
Formação Bruta de					
Capital Fixo	5,0	4,3	4,3	-9,3	-12,6
Exportação	-7,6	6,8	-2,4	-3,2	-16,0
Importação	5,5	6,8	1,9	-6,6	-16,8

Fonte: IBGE

Considerados dados dessazonalizados, o PIB registrou retração de 0,8% no trimestre finalizado em março, em relação ao encerrado em dezembro, resultado que sugere o início de um processo de recuperação, após o movimento observado no trimestre encerrado em dezembro, quando, no mesmo tipo de comparação, o recuo atingiu 3,6%, interrompendo um ciclo de doze resultados positivos em seqüência. Ressalte-se que esta melhora na margem refletiu, em especial, a menor intensidade do impacto da deterioração das expectativas e das restrições no mercado de crédito sobre o desempenho da indústria, que realizou expressiva adequação nos estoques e nos investimentos.

O exame da evolução do PIB na margem, sob a ótica da produção, revela melhora generalizada no desempenho de todos os segmentos. Nesse sentido, o recuo da indústria atingiu 3,1%, ante 8,2% no trimestre encerrado em dezembro, enquanto as variações registradas no setor de serviços e na agropecuária alcançaram, na ordem, 0,8% e -0,5%, ante -0,4% e -1%, respectivamente, no último trimestre de 2008.

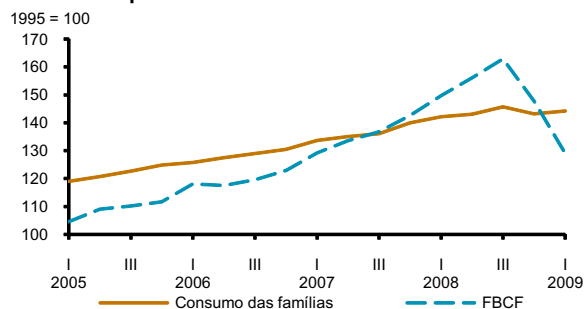
Em relação ao comportamento da demanda, ressalte-se a intensificação do recuo trimestral – de 9,3%, no trimestre encerrado em dezembro para 12,6% naquele finalizado em março – assinalado na FBCF, e a recuperação, de recuo de 1,8% para aumento de 0,7%, no consumo das famílias. O consumo do governo elevou-se 0,6% no trimestre, enquanto as importações e as exportações registraram reduções respectivas de 16% e 16,8%.

1.5 Investimentos

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, do IBGE, os investimentos, excluídas as variações de estoques, reduziram-se 14% no trimestre encerrado em março, em relação a igual período do ano anterior, primeiro recuo em 20 trimestres, neste tipo de comparação. A taxa de crescimento dos investimentos, considerados períodos de doze meses, segue em trajetória de redução expressiva, passando de 17%, no trimestre encerrado em setembro de 2008, para 13,8%, ao final daquele ano, e 6,3%, no primeiro trimestre de 2009.

A análise na margem evidencia a continuidade da redução dos investimentos que, após recuarem 9,3% no trimestre encerrado em dezembro de 2008, em relação ao finalizado em setembro daquele ano, registraram retração de 12,6% no primeiro trimestre de 2009, mantida a mesma base de comparação, movimento antecipado pelo desempenho

Gráfico 1.16 – Consumo das famílias e Formação Bruta de Capital Fixo^{1/}



Fonte: IBGE
1/ Dados dessazonalizados.

de indicadores antecedentes. Nesse sentido, considerada a mesma base de comparação, a produção de insumos da construção civil registrou recuo de 6,3%. Adicionalmente, a produção, as exportações e as importações de bens de capital assinalaram reduções respectivas de 19,3%, 38,9% e 11,9%, resultando em recuo de 20,1% na absorção desta categoria de bens, no período.

Indicadores mais recentes, relativos a abril, embora sigam evidenciando redução acentuada dos investimentos em relação ao mesmo mês do ano anterior, registraram sua recuperação mensal. Nesse sentido, a produção, as exportações e a importações de bens de capital apresentaram variações respectivas de 2,6%, -3% e -0,9% em relação a março, resultando em expansão de 5,1% na absorção mensal desta categoria de bens, enquanto a produção de insumos da construção civil aumentou 0,2%, na mesma base de comparação, segundo dados dessazonalizados.

O desembolso total do Sistema BNDES, que se constitui em indicador relevante da trajetória dos investimentos, registrou aumento de 3,6% nos quatro primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2008, representando redução expressiva comparativamente ao crescimento anual de 44,2%, registrado em 2008. Esse movimento refletiu, em especial, o recuo de 3,6% observado nos desembolsos direcionados à indústria de transformação, que haviam aumentado 29,4% em 2008. Os desembolsos relacionados à atividade agropecuária registraram variações respectivas de -6,3% e 13,1%, nos períodos considerados.

1.6 Conclusão

O recuo menos intenso registrado pelo PIB no primeiro trimestre de 2009, em relação ao assinalado ao final de 2008, refletiu a redução, sobre o nível da atividade interna, do impacto da deterioração das expectativas e das restrições no mercado de crédito associados à crise internacional. Resultados setoriais relativos à produção da indústria, ao comércio e aos gastos com investimento confirmaram, em abril, esta tendência de recuperação, ressaltando-se que esse movimento encontra-se sustentado pelo desempenho da demanda interna, impulsionada por medidas pontuais e pela manutenção da estabilidade macroeconômica, enquanto a demanda externa, mesmo refletindo a melhora nas exportações de produtos básicos, continua mostrando retração.

A retomada sustentada da expansão do nível de atividade econômica nos próximos meses, bem como sua intensidade, estarão condicionados, portanto, à continuidade da recuperação das expectativas nos mercados interno e externo. Esse movimento poderá ser beneficiado pela manutenção da trajetória de retração do estresse nos mercados financeiros internacionais, expressa em redução de restrições no mercado de crédito, no retorno dos fluxos externos de capitais ao país, na perspectiva das empresas voltarem a obter financiamento no mercado de capitais, bem como nos efeitos defasados e cumulativos da distensão monetária promovida desde janeiro.

A inflação apresentou trajetória declinante no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, desempenho expresso tanto na desaceleração observada nos preços ao consumidor, quanto na variação negativa mais acentuada experimentada pelos índices gerais. Esta vem evidenciando, fundamentalmente, o impacto da redução do nível da atividade econômica mundial sobre os preços no atacado, tanto dos bens agrícolas quanto dos industriais.

A desaceleração registrada na variação dos preços ao consumidor traduziu, principalmente, o arrefecimento das pressões exercidas pelos segmentos alimentação e bebidas, com ênfase no recuo dos preços dos alimentos semi-elaborados; e educação, favorecida pela exaustão do impacto dos reajustes anuais das mensalidades escolares. Ressalte-se que as taxas de inflação ao consumidor acumuladas em doze meses seguem apresentando tendência decrescente e mostra lenta convergência para a meta anual estabelecida pelo CMN no âmbito do regime de metas para a inflação, evolução relacionada, em especial, à desaceleração dos preços dos bens duráveis, que, refletindo a redução da demanda e os impactos das medidas de desoneração fiscal, contrasta com a aceleração registrada nos preços dos serviços e dos bens monitorados.

2.1 Índices gerais

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), da FGV, variou -0,62% no trimestre encerrado em maio, ante -0,55% naquele finalizado em fevereiro, resultado tanto das reduções registradas nos preços no atacado, agrícolas e industriais, quanto da desaceleração observada nos preços ao consumidor. Considerados períodos de 12 meses, o IGP-DI acumulou variação de 2,99% em maio – menor taxa desde agosto de 2006, quando o índice registrou aumento de 2,78%, ante 7,50% em fevereiro, registrando-se desaceleração generalizada nas variações dos três componentes do indicador.

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

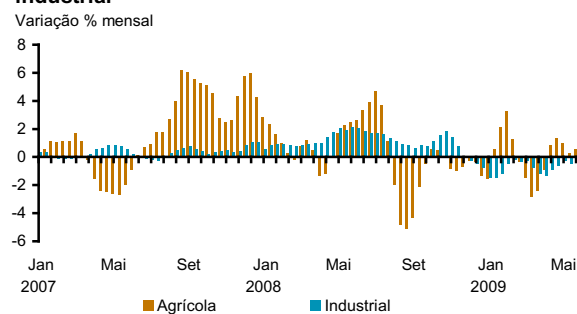
Discriminação	Variação % mensal				
	2009				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IGP-DI	0,01	-0,13	-0,84	0,04	0,18
IPA	-0,33	-0,31	-1,46	-0,10	-0,10
IPC-Br	0,83	0,21	0,61	0,47	0,39
INCC	0,33	0,27	-0,25	-0,04	1,39

Fonte: FGV

O recuo do Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI) atingiu 1,65% no trimestre encerrado em maio, ante 1,51% naquele finalizado em fevereiro. Os preços agrícolas apresentaram redução de 0,47% no período, ante aumento de 0,37% no trimestre encerrado em fevereiro, com ênfase nas variações relativas aos itens feijão, -27,21%; lavouras permanentes, -5,92%; e arroz -17,95%. Os preços industriais registraram recuos respectivos de 2,04% e 2,16% nos trimestres considerados, evolução associada, em especial, ao impacto mais acentuado das reduções observadas nos segmentos metalurgia básica, 7,81% produtos químicos, 5,05%; e produtos de minerais não-metálicos, 2,79%, em relação ao proporcionado pelos aumentos experimentados pelos itens cigarros, 24,55%; laticínios, 7,98%; e produtos farmacêuticos, 5,40%. A variação acumulada do IPA-DI em 12 meses atingiu 1,18% em maio, ante 7,39% em fevereiro.

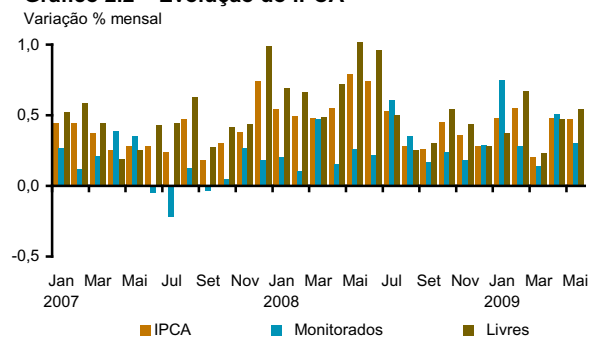
A variação do Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br), evidenciando, em grande parte, o arrefecimento das pressões exercidas pelos grupos Educação e Transportes, registrou desaceleração, passando de 1,57%, no trimestre encerrado em fevereiro, para 1,48%. Considerados períodos de 12 meses, o indicador apresentou elevações respectivas de 6,15% e 5,55%, em fevereiro e em maio.

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



O Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), após registrar crescimento de 0,77% no trimestre encerrado em fevereiro, aumentou 1,09% naquele finalizado em maio. Este resultado refletiu o aumento de 4,19% registrado nos preços da mão de obra, contrastando com a redução de 1,52% observada nos preços de materiais e serviços, favorecida tanto pela menor demanda quanto pelas medidas temporárias de desoneração fiscal. Considerados períodos de 12 meses, o INCC apresentou elevações de 11,67% em fevereiro e de 8,98% em maio.

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA



2.2 Índices de preços ao consumidor

O IPCA, divulgado pelo IBGE, aumentou 1,15% no trimestre encerrado em maio, ante 1,32% naquele finalizado em fevereiro, com ênfase para a contribuição exercida pela redução, de 1,39% para 0,89%, na variação dos preços no grupo alimentação e bebidas. A segmentação do IPCA revela que o desempenho trimestral do indicador refletiu desacelerações nas variações dos preços livres, de 1,31%

para 1,24%, e dos monitorados, de 1,32% para 0,95%, esta traduzindo, em especial, os recuos observados nos preços dos itens gasolina, 1,69%, e passagens aéreas, 2,31%, que haviam aumentado, na ordem, 0,29% e 3,03%, no trimestre finalizado em fevereiro.

A trajetória dos preços livres refletiu o impacto mais acentuado da redução, de 2,46% para 1,03%, na variação dos preços dos bens e serviços não comercializáveis, em relação ao proporcionado pela elevação, de 0,08% para 1,47%, na relativa aos preços dos bens e serviços comercializáveis. Vale mencionar que o desempenho trimestral dos preços dos itens não comercializáveis esteve associado, principalmente, à sazonalidade dos preços nos segmentos alimentos *in natura* e educação.

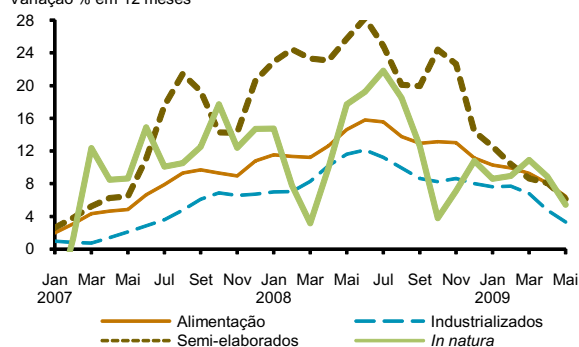
Considerados períodos de 12 meses, o IPCA, evidenciando o processo de convergência para a meta estipulada pelo CMN, registrou variação de 5,20% em maio, ante 5,90% em fevereiro, resultado do aumento, de 4,02% para 4,09%, na variação dos preços monitorados, e da desaceleração, de 6,71% para 5,68%, na referente aos preços livres.

Ressalte-se que a trajetória dos preços livres evidencia a redução recente experimentada pelos preços dos bens, em especial duráveis, em resposta ao ambiente de retração da demanda, contrastando com os aumentos recorrentes assinalados na variação em doze meses dos preços dos serviços, que atingiu 7,23% em maio, ante 7,09% em fevereiro, maior percentual desde novembro de 2003. Esta trajetória reflete tanto a relativa defasagem destes preços em relação à evolução da atividade econômica quanto as contribuições das variações acumuladas em 12 meses dos itens empregado doméstico e serviços pessoais, que passaram, na ordem, de 10,38% e 7,61%, em fevereiro, para 12,30% e 9,46%, em maio.

O índice de difusão, que revela a proporção do número de componentes do IPCA que registrou variação de preços positiva em determinado período, atingiu, em média, 58,59% no trimestre encerrado em maio, ante 61,98% naquele finalizado em fevereiro e 63,98% em igual período do ano anterior, desempenho consistente com a desaceleração de preços observada no período.

Gráfico 2.3 – IPCA – Alimentação

Variação % em 12 meses

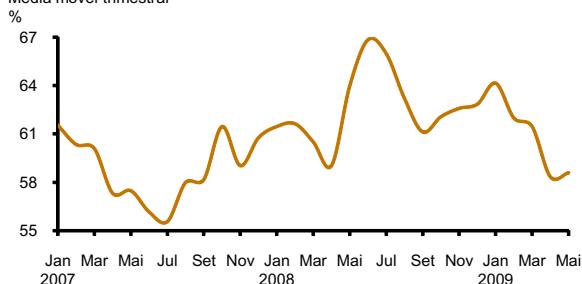


Fonte: IBGE

Gráfico 2.4 – Índice de difusão do IPCA

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

Média móvel trimestral



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

2.3 Monitorados

Os preços monitorados aumentaram 0,95% no trimestre finalizado em maio, respondendo por 0,28 p.p. da variação de 1,15% registrada pelo IPCA no período. As maiores pressões originaram-se dos reajustes nos itens remédios, 4,64%; energia elétrica, 1,42%, pressionado pelos aumentos assinalados em Fortaleza, 10,13%, Salvador, 8,19%, Porto Alegre, 5,49%, e Belo Horizonte, 4,59%; taxa de água e esgoto, 1,96%, com destaque para as elevações observadas em Salvador, 17,97%, Brasília, 6,24%, e em Porto Alegre, 3,93%; e plano de saúde, 1,47%.

A variação acumulada em 12 meses dos preços monitorados atingiu 4,09% no trimestre encerrado em maio, ante 4,02% naquele finalizado em fevereiro, se constituindo na maior taxa desde dezembro de 2006. Nos cinco primeiros meses do ano, os preços monitorados acumularam aumento de 1,99%, ante 1,18% em igual período do ano anterior.

2.4 Núcleos

A medida de núcleo calculada com exclusão de preços monitorados e alimentos no domicílio registrou crescimento de 1,40% no trimestre encerrado em maio, ante 1,49% naquele finalizado em fevereiro, acumulando variações respectivas de 5,96% e 6,14%, em 12 meses.

O núcleo por médias aparadas com suavização cresceu 1,14%, ante 1,04% no trimestre finalizado em fevereiro, acumulando aumentos respectivos em 12 meses de 4,65% e 4,89%. As variações trimestrais do núcleo por médias aparadas sem suavização atingiram, nos mesmos períodos, 0,87% e 1,04%, respectivamente, enquanto aquelas acumuladas em 12 meses situaram-se, na ordem, em 4,34% e 4,85%.

O núcleo de inflação do IPC-Br da FGV, calculado pelo método das médias aparadas, aumentou 1,12% no trimestre encerrado em maio, ante 1,02% naquele finalizado em fevereiro.

2.5 Expectativas de mercado

As expectativas de inflação para 2009, coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin), vêm mantendo-se, desde o final do trimestre

Gráfico 2.5 – IPCA – Grupos discriminados

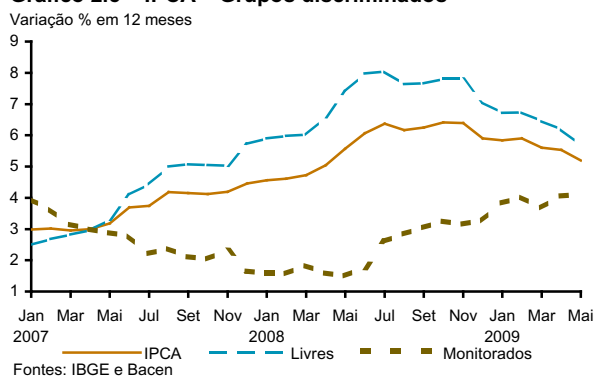


Tabela 2.2 – Preço ao consumidor

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2009					No ano
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	
IPCA	100,00	0,48	0,55	0,20	0,48	0,47	2,20
Livres	70,36	0,37	0,67	0,23	0,47	0,54	2,29
Monitorados	29,64	0,75	0,28	0,14	0,51	0,30	1,99
Principais itens							
Energia elétrica	3,24	-0,14	-0,36	-0,27	0,87	0,82	0,92
Gás veicular	0,13	4,13	-1,12	-0,92	-2,32	-1,61	-1,95
Gás encanado	0,10	4,47	-1,10	-0,15	0,00	-1,17	1,96
Óleo diesel	0,09	0,33	-0,34	-0,03	0,35	-0,23	0,08
Pedágio	0,14	0,94	0,05	0,00	0,00	0,00	0,99
Telefone celular	1,35	0,00	0,13	0,10	0,17	0,00	0,40
Água e esgoto	1,62	0,00	0,00	0,00	0,61	1,34	1,96
Ônibus urbano	3,77	3,24	1,03	0,11	0,14	0,41	4,99
Passagem aérea	0,30	0,87	0,82	0,00	-1,13	-1,19	-0,65
Gasolina	4,20	0,42	-0,04	-0,34	-0,46	-0,90	-1,32
Gás de bujão	1,11	0,13	-0,41	1,73	2,41	0,64	4,55
Remédios	2,83	0,61	0,34	0,37	2,89	1,33	5,64
Plano de saúde	3,38	0,47	0,48	0,47	0,48	0,51	2,43

Fonte: IBGE

Tabela 2.3 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2009				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA (cheio)	0,48	0,55	0,20	0,48	0,47
Exclusão	0,27	0,88	0,25	0,58	0,56
Médias aparadas					
Com suavização	0,42	0,29	0,35	0,35	0,44
Sem suavização	0,44	0,27	0,21	0,27	0,39
IPC-Br (cheio)	0,83	0,21	0,61	0,47	0,39
Médias aparadas	0,35	0,33	0,39	0,36	0,37

Fontes: IBGE, Bacen e FGV

Gráfico 2.6 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses

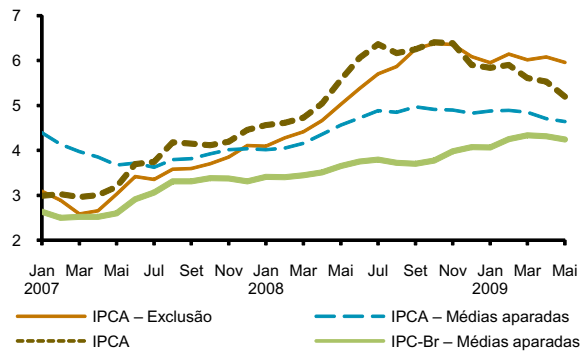


Gráfico 2.7 – IPCA

Medianas

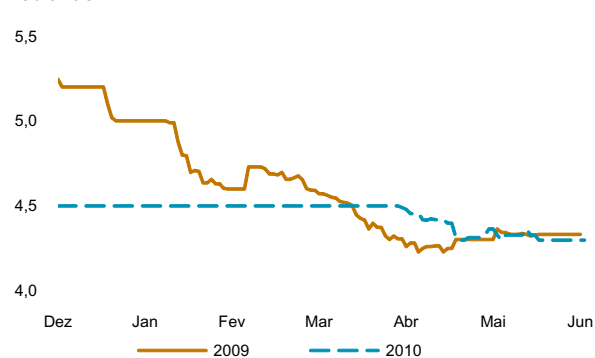


Gráfico 2.8 – IGP-M e IPA-DI

Medianas 2009

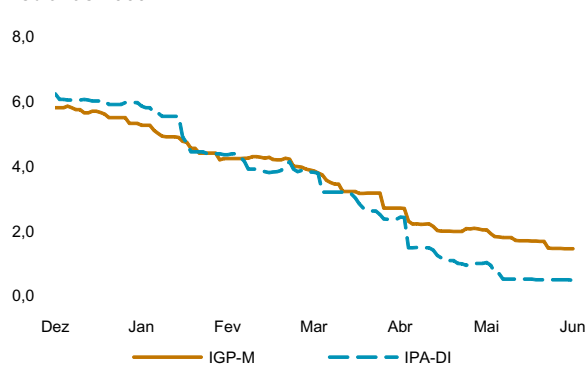
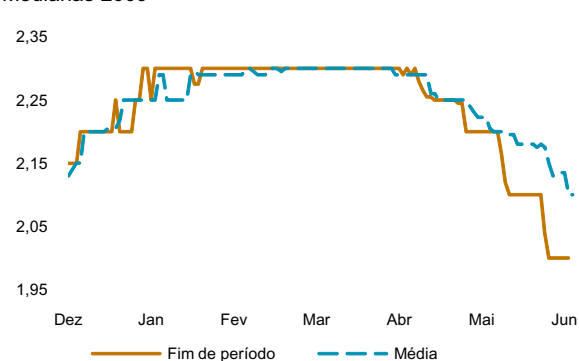


Gráfico 2.9 – Câmbio

Medianas 2009



encerrado em março, ligeiramente abaixo da meta anual de 4,5% estabelecida pelo CMN, para o IPCA. Em 5 de junho, a mediana das previsões projetava variações anuais de 4,3% para o indicador, tanto para 2009 quanto para 2010, comparativamente a 4,3% e 4,5%, no final de março. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – recuou para 4,0%, no período.

As medianas relativas ao IGP-M e IPA-DI para 2009 recuaram, na ordem, de 2,7% e 2,4%, ao final de março, para 1,5% e 0,5%, em 5 de junho, enquanto as relativas a 2010 mantiveram-se, igualmente, em 4,5%.

As medianas relacionadas às expectativas quanto à evolução dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2009 e em 2010 atingiram, na ordem, 4,3% e 4,0%, em 5 de junho, ante, igualmente, 4,5%, ao final de março.

As previsões para a taxa de câmbio recuaram acentuadamente nos últimos meses. As medianas das projeções relativas à taxa de câmbio de final de período para 2009 e 2010 passaram de, igualmente, R\$2,30/US\$, ao final de março, para R\$2,00/US\$ e R\$2,10/US\$, respectivamente, em 5 de junho. As medianas das projeções para as taxas de câmbio médias de 2009 e 2010 recuaram, na ordem, de R\$2,30/US\$ e R\$2,28/US\$, ao final de março, para, igualmente, R\$2,10/US\$, em 5 de junho.

A mediana das projeções para a variação do PIB em 2009 foi revisada de 0%, ao final de março, para -0,7%, na primeira semana de junho, enquanto a relativa a 2010 manteve-se em 3,5%.

Nesse cenário de desaceleração de preços e da atividade econômica, os participantes da pesquisa passaram a projetar ampliação dos cortes na taxa básica de juros. Nesse sentido, a mediana relativa à taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para o final de 2009 recuou de 9,25% a.a., ao final de março, para 9% a.a. na primeira semana de junho, enquanto a relativa a 2010 passou de 9,5% a.a. para 9,15% a.a.

2.6 Conclusão

O comportamento relativamente favorável dos preços nos últimos meses refletiu, fundamentalmente, o esgotamento das pressões sazonais relacionadas ao grupo educação, em especial do item cursos, e a continuidade do

Tabela 2.4 – Resumo das expectativas de mercado

	31.12.2008		31.3.2009		5.6.2009	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
IPCA	5,0	4,5	4,3	4,5	4,3	4,3
IGP-M	5,3	4,5	2,7	4,5	1,5	4,5
IPA-DI	6,0	4,7	2,4	4,5	0,5	4,5
Preços Administrados	5,1	4,5	4,5	4,5	4,3	4,0
Selic (fim de período)	12,0	11,5	9,3	9,5	9,0	9,2
Selic (média do período)	12,4	12,0	10,1	9,5	10,0	9,2
Câmbio (fim de período)	2,30	2,25	2,30	2,30	2,00	2,10
Câmbio (média do período)	2,25	2,22	2,30	2,28	2,10	2,10
PIB	2,4	3,9	0,0	3,5	-0,7	3,5

reco dos preços dos alimentos semi-elaborados. Ressalte-se, adicionalmente, a trajetória decrescente da inflação acumulada em 12 meses, mesmo no cenário de pressões altistas registrado nos primeiros meses de 2009, associado ao comportamento dos preços dos serviços e de alguns itens monitorados.

As perspectivas para os próximos meses incorporam a continuidade, possivelmente em ritmo mais acelerado, da convergência do IPCA para a meta estipulada pelo CMN, desempenho favorecido tanto pelo impacto sobre a taxa de câmbio derivado da retomada dos ingressos de recursos externos no país, quanto pela persistência do ambiente recessivo nas principais economias maduras. Em sentido inverso, devem ser considerados os eventuais impactos do reaquecimento da demanda interna em um cenário de recuperação da economia doméstica ao longo do segundo semestre do ano, bem como possíveis impactos da elevação dos preços de matérias primas.

A Evolução dos Preços de Bens e de Serviços nas Crises Econômicas

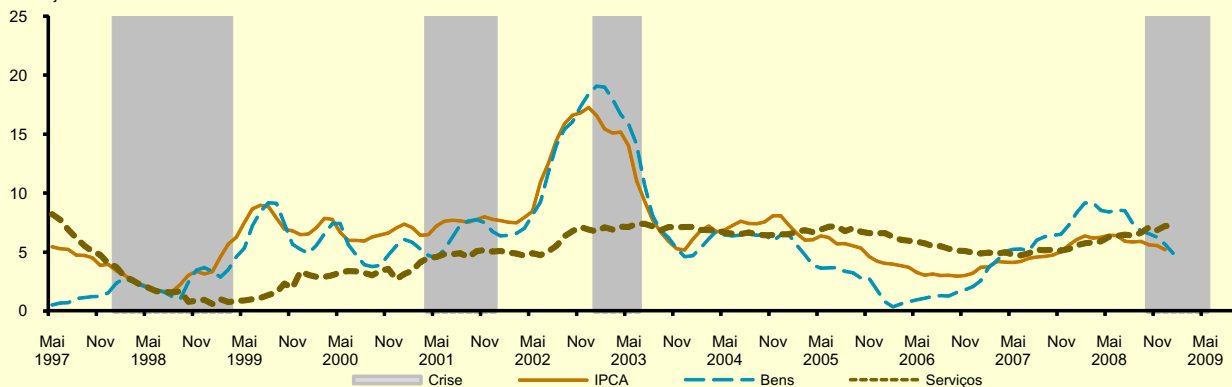
A análise da evolução dos preços relativos em períodos de crise permite avaliar o comportamento de mecanismos de transmissão relevantes, a exemplo dos impactos da retração da atividade econômica, de movimentos de repasse da variação cambial e da presença de componentes inerciais sobre a inflação. De maneira geral, os preços dos itens dos serviços, *vis-à-vis* os dos demais produtos, tendem a responder com maior defasagem e menor intensidade e volatilidade a alterações conjunturais acentuadas, típicas de períodos de crises. Esse aspecto é, em parte, explicado pela maior influência da rigidez de contratos e pela menor mobilidade de fatores nesse segmento.

Segundo o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (Codace), entidade vinculada à Fundação Getúlio Vargas (FGV), a atual crise econômica foi precedida por outros três ciclos recessivos nos últimos treze anos: em 1998, quando prevaleceu a defesa da taxa de câmbio e o enfrentamento da crise russa; em 2001, em virtude do choque de oferta ocasionado pela restrição energética; e em 2003, em resposta à crise de confiança dos investidores em decorrência de incertezas associadas às eleições presidenciais. Em todos esses períodos, os preços dos serviços acompanharam o comportamento dos preços de bens, mas apresentando menor volatilidade, como ilustra o Gráfico 1. Esse comportamento, entretanto, não tem sido observado no momento atual, que apresenta relativo descolamento na trajetória desses grupos¹. Nesse cenário, este boxe avalia os determinantes desta alteração de padrão, traçando paralelo entre a crise atual e os demais períodos recessivos.

1/ A desagregação dos preços no âmbito deste boxe considera os itens do segmento dos preços livres do IPCA, com pesos de 23,80% para os serviços e de 46,65% para os bens.

Gráfico 1 – IPCA – Bens e Serviços

Variação % em 12 meses

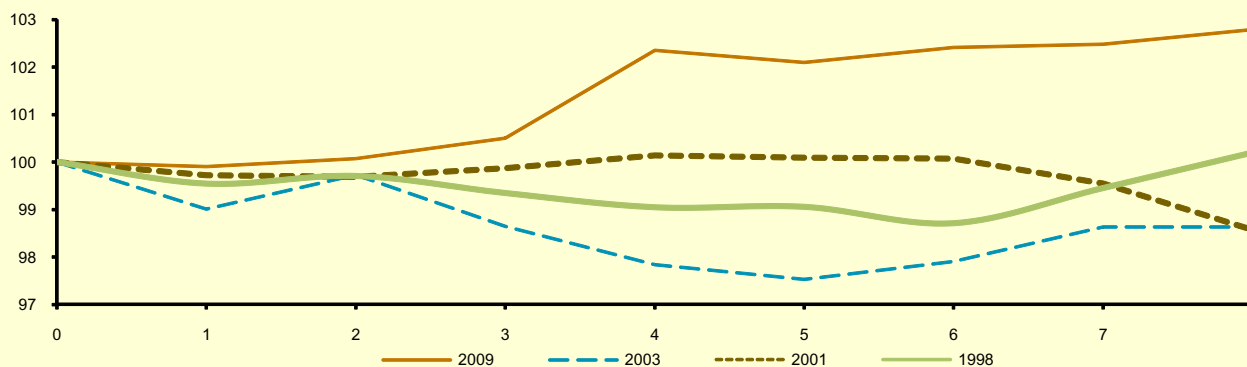


Fonte: IBGE

O comportamento diferenciado dos preços relativos no período atual encontra-se evidenciado no Gráfico 2, que mostra a evolução da paridade dos preços dos serviços e dos bens nas diversas crises. Na conjuntura recente, a paridade evolui todo o tempo acima do nível base (100) e, refletindo a aceleração dos preços dos itens no segmento de serviços e o arrefecimento dos preços dos demais produtos, aumenta de patamar a partir do sexto mês. Essa trajetória difere claramente das observadas nas crises de 2003 e de 1998, em função, no primeiro caso, da acentuada depreciação cambial observada no período, e, no segundo, do impacto do longo período recessivo sobre os preços. A evolução da paridade em 2001 apresenta, inicialmente, comportamento semelhante ao da atual crise, refletindo, como esperado, a defasagem do impacto da menor atividade sobre a desaceleração dos preços de serviços, naquela situação, de seis meses. No sétimo e oitavo meses, entretanto, o comportamento diverge nas duas crises, com o preço relativo dos serviços desacelerando em 2001 e continuando em elevação na crise atual.

Gráfico 2 – Preços relativos nas crises econômicas – Serviços/Bens

Início crise = 100



Fonte: IBGE

A desaceleração recente dos preços dos bens, cuja variação acumulada em doze meses recuou de 8,37%, em setembro de 2008, para 4,89%, em maio de 2009, traduziu, principalmente, o impacto do cenário recessivo nas principais economias desenvolvidas sobre os preços internacionais, que, nos demais períodos recessivos, registraram aceleração importante em resposta aos processos de depreciação cambial observados naquelas ocasiões. Consideradas as mesmas bases de comparação, os preços dos serviços registraram aceleração de 6,27% para 7,23%, evolução associada, em parte, ao ajuste defasado do segmento à variação da atividade econômica; ao aumento real do salário mínimo; e ao impacto da inflação elevada observada no período anterior à crise – a variação em 12 meses do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) atingiu 12,3% em setembro de 2008 – sobre os reajustes de diversos serviços, evidenciando, ainda, a presença de mecanismos de indexação.

A abertura do grupo serviços, conforme apresentado pela Tabela 1, favorece a identificação dos mecanismos subjacentes ao comportamento dos preços desse segmento. Vale mencionar que apenas no item serviços pessoais, que responde mais prontamente ao nível de atividade, foi registrada nítida desaceleração dos preços na atual crise, expressa em redução da respectiva variação acumulada em 12 meses, de 7,14%, em setembro de 2008, para 5,24%, em maio de 2009. Estes preços

Tabela 1 – IPCA – bens, serviços e monitorados – e IGP-M

Discriminação	Pesos	Variação em 12 meses							
		Período anterior ao início da crise				Oito meses após início da crise			
		Mai-2009	Crise I Dez-1997	Crise II Mar-2001	Crise III Dez-2002	Crise IV Set-2008	Crise I Ago-1998	Crise II Nov-2001	Crise III Ago-2003
IPCA	100,0	5,2	6,4	12,5	6,3	2,6	7,6	15,1	5,2
Bens	46,6	1,0	4,7	14,1	8,4	2,2	6,2	16,7	4,9
Serviços	23,8	6,2	3,6	5,5	6,3	2,2	4,8	7,1	7,2
Consertos e reparos	1,3	- 1,7	6,2	8,5	5,4	0,0	5,9	7,3	8,8
Empregado doméstico	3,3	7,1	11,0	8,7	10,2	8,3	8,1	8,3	12,3
Pessoais	2,1	0,9	2,6	5,4	7,1	- 0,1	1,7	6,6	5,2
Saúde	1,6	6,3	0,2	4,3	6,7	3,0	1,5	6,0	6,6
Educação	6,1	12,1	5,5	7,9	4,9	7,0	6,4	10,0	5,7
Habitação	4,8	8,8	- 0,7	1,9	5,8	1,4	2,9	4,3	6,8
Transporte	2,2	6,0	3,8	5,6	6,5	1,1	4,5	8,6	8,5
Lazer	2,5	5,1	4,8	6,9	5,1	2,7	6,1	7,8	5,6
Monitorados	29,6	18,3	12,7	15,3	3,0	4,4	12,8	18,4	4,1
IGP-M	100,0	7,7	9,6	25,3	12,3	4,0	10,8	22,9	3,6

Fonte: IBGE e FGV

apresentaram comportamento semelhante nas demais crises, excetuando-se na de 2003 quando, de modo geral, todos os indicadores de preços apresentaram aceleração.

Os segmentos de empregado doméstico e consertos e reparos, com participação conjunta de 19% no grupo, apresentaram acelerações, respectivas, de 3,38 p.p. e 2,10 p.p. nas mesmas bases de comparação. Esse movimento refletiu, em especial, o impacto do aumento do salário mínimo e da manutenção do poder de compra decorrente do processo de redução da inflação. O canal de transmissão da renda real para os preços dos dois segmentos mencionados exerceu efeito correspondente nas crises anteriores.

No comportamento dos gastos com educação e habitação, com peso de 46% no segmento de serviços, prevalece o efeito da inflação elevada no período precedente à crise, que serve como referência para indexação de contratos, particularmente de aluguel residencial e de custos escolares, geralmente baseada no IGP-M. Os demais segmentos, serviços de saúde, de lazer e de transporte, representando 26% dos serviços, são mais dependentes dos movimentos de demanda mas tendem a reagir com certa defasagem à variação da atividade econômica.

Em termos mais abrangentes, a inflação de serviços apresenta relativa rigidez e responde com defasagem ao ritmo de atividade e ao processo de desaceleração inflacionária. Além disso, segmentos importantes, como educação, possuem regras de reajustes anuais que se constituem em mecanismo de transmissão da inflação registrada em períodos anteriores. Nesse cenário, a perspectiva é que os preços dos serviços permaneçam em patamar relativamente elevado em 2009, em especial quando consideradas as variações em doze meses, delineando, contudo, arrefecimento gradual ao longo deste ano e, mais intensamente, em 2010. A explicação para a diferença no comportamento dos preços relativos de serviços nesse episódio de contração provavelmente deve-se, por um lado, ao aquecimento do mercado de trabalho no período anterior à crise e, por outro, ao efeito da retração da economia global sobre os preços dos bens transacionáveis.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	2009				R\$ bilhões	
	Jan	Fev	Mar	Abr	Variação %	
					3	12
meses meses						
Total	1 229,4	1 229,1	1 242,7	1 249,0	1,6	22,7
Recursos livres	871,5	866,8	875,8	878,8	0,8	21,2
Direcionados	357,9	362,3	366,9	370,1	3,4	26,4

Participação %:						
Total/PIB	41,5	41,9	42,6	42,8		
Rec. livres/PIB	29,4	29,5	30,0	30,1		
Rec. direc./PIB	12,1	12,3	12,6	12,7		

Gráfico 3.1 – Crédito segundo controle do capital das instituições financeiras

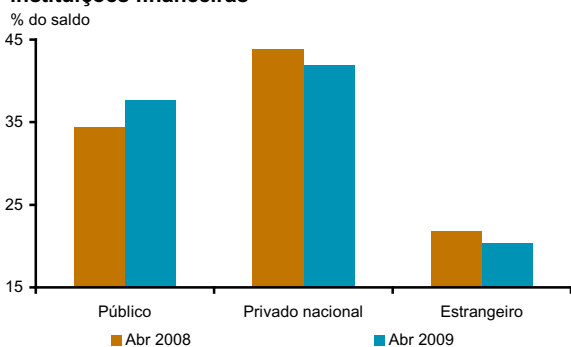
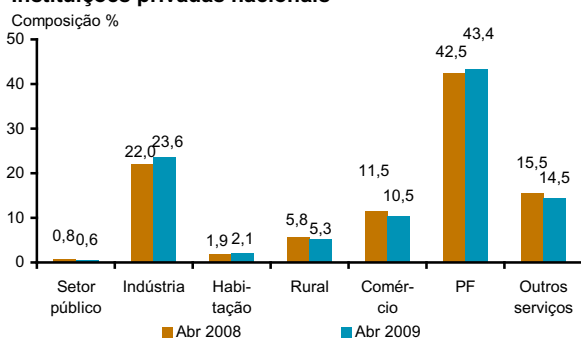


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas – Instituições privadas nacionais



3.1 Crédito

A evolução do crédito permaneceu condicionada, no trimestre encerrado em abril, pelo ritmo da atividade econômica. Nesse sentido, a demanda das empresas, além de seguir refletindo o cenário de incertezas associado ao quadro recessivo observado, em especial, nas economias maduras, e o recuo recente registrado no nível de utilização da capacidade instalada no país, refletiu a sazonalidade do período, expressa em acomodação nas contratações do comércio. Por outro lado, a demanda das famílias vem apresentando recuperação gradativa, impulsionada pela trajetória das operações de crédito consignado e daquelas destinadas à aquisição de veículos. As operações de crédito direcionado, embora registrando arrefecimento em relação ao desempenho observado em trimestres anteriores, impulsionadas pelos financiamentos à habitação, seguem apresentando dinamismo mais acentuado do que as contratadas no segmento de recursos livres.

Nesse ambiente, o volume total das operações de crédito do sistema financeiro, compreendendo recursos livres e direcionados, totalizou R\$1.249 bilhões em abril, aumentando 1,6% em relação a janeiro e 22,7% em doze meses. A relação crédito/PIB atingiu 42,8%, elevando-se 1,3 p.p. no trimestre e 7 p.p., comparativamente a abril de 2008.

Considerada a distribuição do crédito segundo o controle de capital das instituições financeiras, a participação dos bancos públicos seguiu em trajetória ascendente, respondendo por 37,7% do total em abril, ante 36,5% em janeiro e 34,4% em igual período de 2008. A participação das instituições privadas nacionais atingiu 41,9% e a dos bancos estrangeiros, 20,4%, ante, na ordem, 42,7% e 20,8%, em janeiro, e 43,9% e 21,7%, em abril do ano anterior.

O saldo das operações de crédito concedidas ao setor privado, considerados recursos livres e direcionados,

Gráfico 3.3 – Crédito para atividades econômicas – Instituições públicas

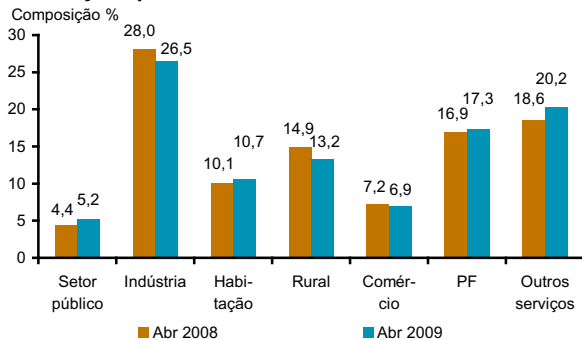


Gráfico 3.4 – Crédito para atividades econômicas – Instituições estrangeiras

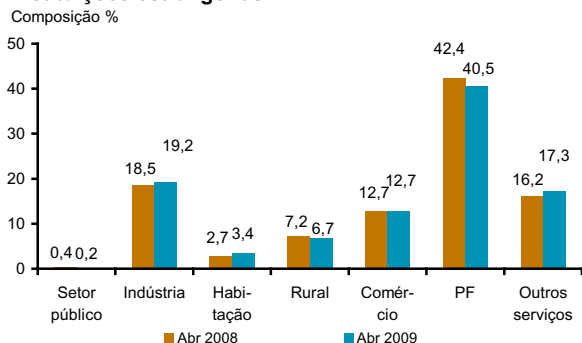


Gráfico 3.5 – Provisões de crédito do sistema financeiro

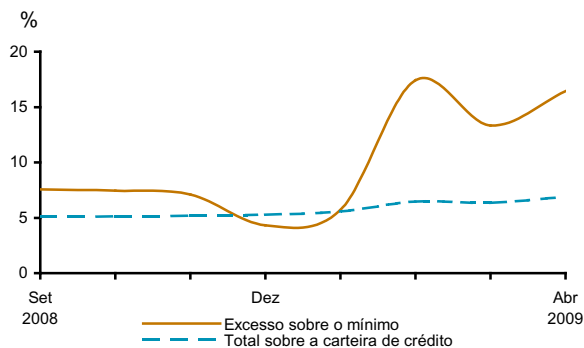


Tabela 3.2 – Crédito com recursos direcionados

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2009				3 meses	12 meses
	Jan	Fev	Mar	Abr		
Total	357,9	362,3	366,9	370,1	3,4	26,4
BNDES	209,9	212,6	215,4	216,5	3,1	27,3
Direto	108,1	110,7	112,7	112,5	4,1	37,0
Repasse	101,9	102,0	102,7	104,0	2,1	18,3
Rural	78,2	78,1	78,2	78,6	0,5	14,9
Bancos e agências	73,2	73,1	73,2	73,4	0,3	13,8
Cooperativas	5,0	5,0	4,9	5,2	4,8	34,4
Habituação	60,9	62,6	64,1	65,7	8,0	40,2
Outros	8,9	9,0	9,2	9,3	5,2	23,5

totalizou R\$1.221 bilhões em abril, aumentando 1,6% em relação a janeiro e 22,2% comparativamente a igual período de 2008. Os empréstimos contratados com a indústria, impulsionados pelo dinamismo dos segmentos energia, química e agronegócios, cresceram 1,1% no trimestre, atingindo R\$297,4 bilhões, enquanto, em sentido inverso, as operações relacionadas ao comércio e ao setor de serviços registraram recuos respectivos de 2,3% e 2,1%, somando, na ordem, R\$119,8 bilhões e R\$215,1 bilhões.

Os financiamentos ao setor público totalizaram R\$28,3 bilhões em abril, assinalando aumentos de 2,4% no trimestre e de 45,2% em doze meses. A dívida bancária do governo federal recuou 0,6% em relação a janeiro, para R\$9,5 bilhões, enquanto a carteira referente a estados e municípios, evidenciando as contratações dos setores habitacional, de transportes e de energia, com recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), registrou crescimento de 3,9%, atingindo R\$18,8 bilhões.

O volume de provisões constituídas pelo sistema financeiro totalizou R\$85,7 bilhões em abril, correspondentes a 6,9% do total da carteira de crédito, ante 5,5% em janeiro e 5,4% em igual período de 2008. A taxa de inadimplência dos empréstimos do sistema financeiro, relativa a atrasos superiores a noventa dias, atingiu 4%, registrando variações respectivas de 0,7 p.p. no trimestre e de 0,9 p.p., em doze meses.

Operações de crédito com recursos direcionados

O saldo dos empréstimos no segmento de recursos direcionados totalizou R\$370,1 bilhões em abril. As expansões assinaladas no trimestre, 3,4%, e em doze meses, 26,4%, refletiram, em especial, os aumentos respectivos de 8% e 40,2% registrados no segmento habituação. Ressalte-se, ainda, que o saldo das operações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), totalizando R\$216,5 bilhões, registrou crescimentos de 3,1% no trimestre e de 27,3% em doze meses.

As operações de crédito rural, excluídas as realizadas pelo BNDES, somaram R\$78,6 bilhões em abril, elevando-se 0,5% no trimestre e 14,9% em doze meses. As participações dos financiamentos relacionados a investimento, custeio e comercialização agrícolas atingiram, na ordem, 48,6%, 42,1% e 9,3% do total, mantendo-se no patamar observado em janeiro.

Gráfico 3.6 – Crédito habitacional com recursos da caderneta de poupança – Dez de 2008 a fev de 2009

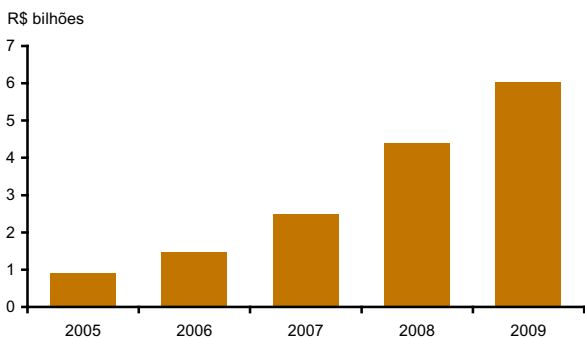


Tabela 3.3 – Desembolsos do BNDES^{1/}

Discriminação	R\$ milhões		
	2008	2009	Variação %
Total	25 827	25 634	-0,7
Indústria	12 312	10 860	-11,8
Produtos alimentícios	3 399	1 298	-61,8
Veículo, reboque e carroceria	2 044	707	-65,4
Refino de petróleo e álcool	755	1 647	118,1
Celulose e Papel	399	2 640	561,7
Comércio/Serviços	11 751	13 042	11,0
Transporte terrestre	4 753	4 639	-2,4
Eletricidade e gás	2 271	4 029	77,4
Construção	820	1 703	107,7

^{1/} refere-se ao mês de abril.

Fonte: BNDES

Tabela 3.4 – Crédito com recursos livres

Discriminação	R\$ bilhões					
	2009				Variação %	
	Jan	Fev	Mar	Abr	3 meses	12 meses
Total	871,5	866,8	875,8	878,8	0,8	21,2
Pessoa jurídica	472,3	463,0	465,2	462,2	-2,1	22,1
Referencial ^{1/}	384,6	385,4	388,1	386,3	0,4	23,5
Recursos domésticos	296,7	297,8	301,7	304,2	2,5	28,8
Recursos externos	87,9	87,6	86,3	82,0	-6,7	7,2
Leasing ^{2/}	55,7	50,2	50,5	49,9	-10,4	17,8
Rural ^{2/}	3,8	3,9	3,9	3,8	1,2	84,8
Outros ^{2/}	28,2	23,5	22,8	22,2	-21,1	3,5
Pessoa física	399,2	403,8	410,6	416,6	4,4	20,2
Referencial ^{1/}	274,5	276,9	281,5	285,7	4,1	10,7
Cooperativas	17,1	17,1	17,8	18,0	5,2	30,7
Leasing	57,3	63,0	63,6	64,1	11,9	64,8
Outros	50,3	46,8	47,7	48,8	-3,0	35,7

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

^{2/} Operações lastreadas em recursos domésticos.

Os financiamentos habitacionais somaram R\$65,7 bilhões em abril, elevando-se 8% em relação a janeiro e 40,2% em doze meses. Vale mencionar que os desembolsos efetivados com recursos da caderneta de poupança atingiram R\$5,8 bilhões no trimestre encerrado em março, aumentando 32,3% em relação a igual período de 2008. Essa evolução esteve associada à expansão de 43,7% experimentada pelos financiamentos realizados no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), que responderam por 87,4% do crédito concedido ao setor, no período, contrastando com o recuo de 14,5% observado nas operações com taxas de juros de mercado. As operações envolvendo recursos do FGTS somaram R\$1,6 bilhão, elevando-se 20,7% no período.

Os desembolsos efetuados pelo BNDES totalizaram R\$25,6 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, recuando 0,7% em relação a igual período de 2008. Esse movimento refletiu o impacto mais acentuado da retração de 11,8% assinalada nos financiamentos à indústria, que traduziu o arrefecimento da demanda dos setores alimentícios e de veículos, reboques e carrocerias, em relação ao associado às elevações de 11% nas concessões ao segmento comércio e serviços, impulsionada pelo dinamismo das operações relacionadas aos segmentos de eletricidade e gás, e de 4,5% nas destinadas às micro, pequenas e médias empresas.

As consultas formalizadas no BNDES, que se constituem em indicador da demanda potencial para investimentos de médio e longo prazos, totalizaram R\$77,1 bilhões no primeiro quadrimestre do ano. O aumento de 33,7% em relação a igual período de 2008 refletiu, em grande parte, o crescimento de 106,8% observado nas solicitações da indústria, que somaram R\$46,3 bilhões, com ênfase no desempenho dos setores coque, petróleo e combustível, e outros equipamentos de transporte. Os pedidos relativos ao segmento de comércio e serviços, evidenciando retrações nos setores construção civil e eletricidade e gás, recuaram 14% no período, totalizando R\$28,7 bilhões.

Operações de crédito com recursos livres

O saldo dos empréstimos com recursos livres, representando 70,4% das operações do sistema financeiro, atingiu R\$878,8 bilhões em abril, elevando-se 0,8% no trimestre e 21,2% em doze meses. As operações pactuadas no segmento de pessoas jurídicas registraram, nas mesmas bases de comparação, variações de -2,1% e 22,1%, somando R\$462,2 bilhões. Deste total, 83,6% ocorreram no âmbito

Gráfico 3.7 – Taxas das operações de crédito com recursos livres

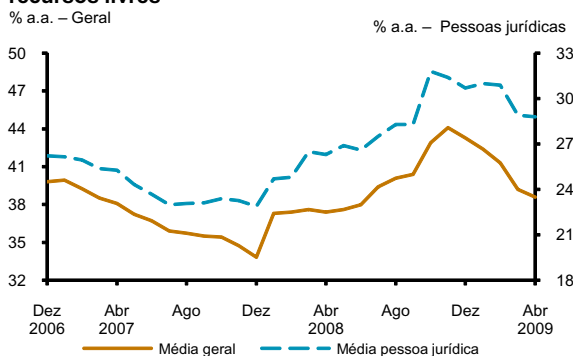


Gráfico 3.8 – Taxas das operações de crédito a juros prefixados – Pessoa física

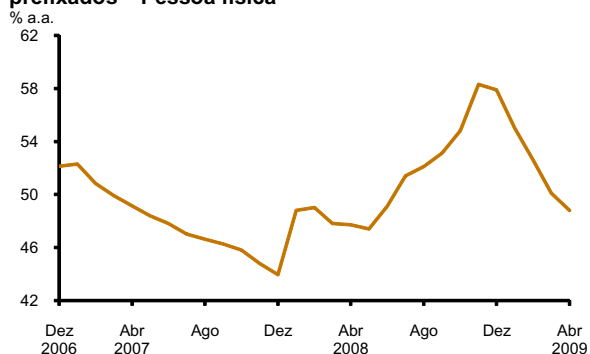


Gráfico 3.9 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres

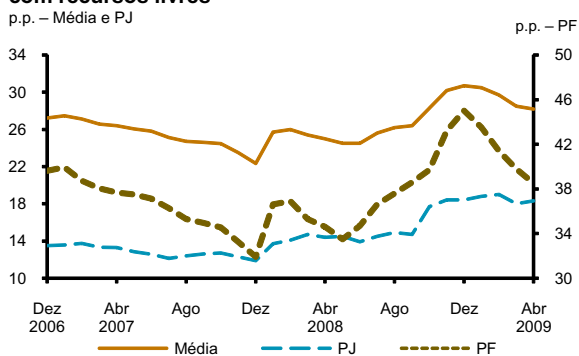
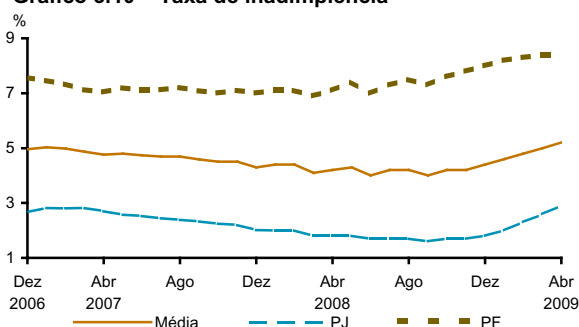


Gráfico 3.10 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

do crédito referencial, com ênfase no desempenho das modalidades contratadas com recursos domésticos, que seguiram evidenciando a demanda de grandes empresas por empréstimos para capital de giro, em alternativa à captação de recursos no mercado externo. Os empréstimos lastreados em recursos externos somaram R\$82 bilhões, variando -6,7% no trimestre, em linha com a apreciação cambial assinalada no período, e 7,2% em doze meses.

Os empréstimos para pessoas físicas atingiram R\$416,6 bilhões em abril. Os crescimentos assinalados no trimestre, 4,4%, e em doze meses, 20,2%, refletiram, em especial, o maior dinamismo das operações de *leasing*, que, traduzindo a retomada das vendas no setor automobilístico, totalizaram R\$64,1 bilhões, aumentando 11,9% e 64,8%, nos períodos considerados.

As operações concentradas no âmbito do crédito referencial somaram R\$285,7 bilhões, das quais 48,6% relativas a crédito pessoal, que registraram aumentos respectivos de 7,3% e 23,1%, nas mesmas bases de comparação. Os créditos consignados, responsáveis, no mês, por 55,1% da carteira de crédito pessoal, registraram crescimentos de 7,5% no trimestre e de 21,9% em doze meses, evolução favorecida tanto pela redução das taxas de juros, que passaram de 30,8% a.a., em janeiro, para 28,9% a.a., em abril, quanto pelo retorno, a 30%, do limite de comprometimento da renda de aposentados e pensionistas do INSS em tais empréstimos.

A taxa média de juros praticada nas operações de crédito referencial atingiu 38,6% a.a. em abril, recuando 3,8 p.p. no trimestre, reflexo de reduções de 6,2 p.p., para 48,8% a.a., no segmento de pessoas físicas, com ênfase nas retrações assinaladas nas modalidades crédito pessoal e de cheque especial, e de 2,2 p.p., para 28,8% a.a., no relativo a pessoas jurídicas. O *spread* bancário situou-se em 28,2 p.p., em abril, registrando redução de 2,3 p.p. no trimestre e aumento de 3,2 p.p. em doze meses. O desempenho trimestral evidenciou recuos nos *spreads* relativos tanto ao segmento de pessoas físicas, 5 p.p., quanto ao de pessoas jurídicas, 0,5 p.p., que atingiram, na ordem, 38,5 p.p. e 18,3 p.p.

A taxa de inadimplência do crédito referencial, mantendo-se na trajetória de expansão iniciada em setembro de 2008, atingiu 5,2% em abril, elevando-se 0,6 p.p. no trimestre e 1 p.p. em doze meses. Os atrasos registrados nas operações relacionadas a pessoas físicas e a pessoas jurídicas representaram, na ordem, 8,4% e 2,9% do crédito referencial dos respectivos segmentos, registrando variações respectivas

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

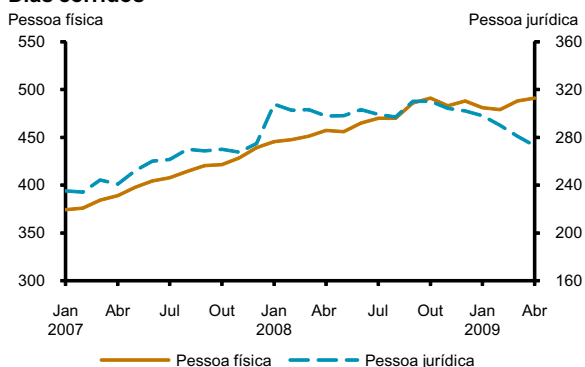


Gráfico 3.12 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários

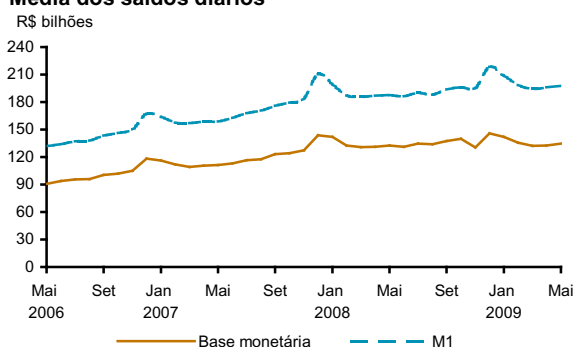
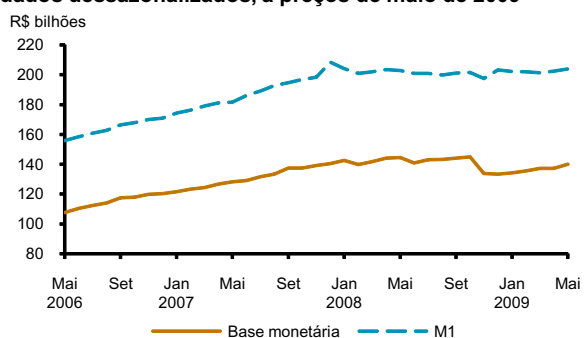
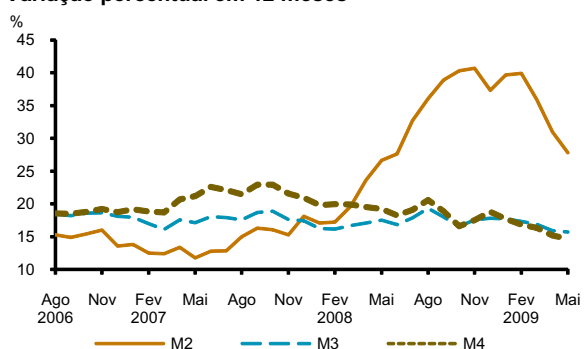


Gráfico 3.13 – Base monetária e meios de pagamento, dados dessazonalizados, a preços de maio de 2009^{1/}



1/ Índice de preços: IPCA.

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



de 0,2 p.p. e 0,9 p.p., no trimestre, e de 1,3 p.p. e 1,1 p.p., em doze meses (ver boxe "Evolução da Inadimplência, do Endividamento e do Comprometimento de Renda das Famílias", página 44).

3.2 Agregados monetários

Os meios de pagamento restritos (M1), considerado o conceito de saldos médios diários, totalizaram R\$197,7 bilhões em maio, registrando retração de 0,6% no trimestre e expansão de 5,4% em doze meses. A variação anual resultou de crescimentos de 13,3% no papel-moeda em poder do público e de 0,2% nos depósitos à vista. Considerados dados dessazonalizados, deflacionados pelo IPCA, o M1 cresceu 1,1% em relação a fevereiro e 0,7% em doze meses.

A média dos saldos diários da base monetária alcançou R\$134,8 bilhões em maio, recuando 0,8% em relação a fevereiro e elevando-se 1,6% em doze meses. O resultado anual traduziu o impacto mais acentuado da expansão de 12,4% registrada nos saldos médios do papel-moeda emitido, em relação ao derivado da retração de 22,1% nas reservas bancárias, ainda refletindo a redução da alíquota dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista.

Considerados saldos em final de período, a base monetária totalizou R\$133,3 bilhões em maio. A retração de R\$2,9 bilhões observada em relação a fevereiro refletiu o impacto contracionista das operações do Tesouro Nacional, R\$23 bilhões, e dos ajustes nas operações com derivativos, R\$1,9 bilhão, neutralizado, em parte, pelos resgates líquidos de R\$10,3 bilhões em títulos do Tesouro Nacional e pelas compras líquidas de R\$11,1 bilhões de divisas pelo Banco Central no mercado interbancário de câmbio.

O CMN, por intermédio da Resolução nº 3.692, de 26 de março de 2009, instituiu os Depósitos a Prazo com Garantia Especial (DPGE), modalidade de captação de depósitos a prazo, com garantia de até R\$20 milhões, pelo Fundo Garantidor de Créditos (FGC), e prazos mínimo de seis meses e máximo de sessenta meses. Essa medida possibilitou a captação de depósitos da ordem de R\$6,8 bilhões até o final de maio. Adicionalmente, a Resolução nº 3.729, de 28 de maio de 2009, visando fortalecer a previsibilidade dos fluxos de entradas e saídas destes depósitos, vedou seu resgate total ou parcial antecipado.

O agregado M2, que soma ao M1 os depósitos para investimentos e de poupança, bem como os títulos emitidos

Evolução da Inadimplência, do Endividamento e do Comprometimento de Renda das Famílias

Gráfico 1 – Crédito a pessoas físicas – Taxas de juros e prazos médios

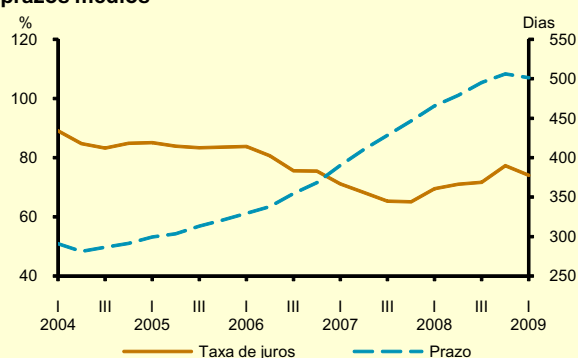


Gráfico 2 – Crédito a pessoas físicas – Inadimplência e concessões

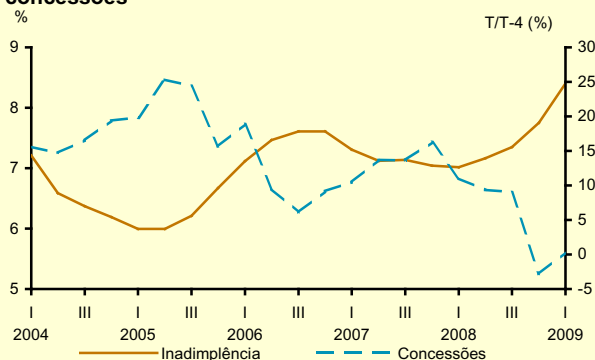


Tabela 1 – Inadimplência

Modalidade	%	Variações		
		t-1	t-3	t-12
Pessoas físicas	8,4	0,0	0,2	1,3
Cheque Especial	10,0	0,3	-0,2	1,7
Crédito Pessoal	5,7	-0,1	0,0	0,6
Veículos	5,2	0,2	0,6	1,7
Aquisição de Bens	14,6	0,4	0,8	1,7

A expansão observada no segmento de crédito às pessoas físicas, nos últimos anos, esteve impulsionada pelo dinamismo das modalidades de menor risco, com ênfase nos empréstimos consignados em folha de pagamento e nas operações destinadas à aquisição de veículos. Esta trajetória, que, conforme indicado no Gráfico 1, ocorreu em ambiente de redução nas taxas de juros e aumento de prazos médios, foi interrompida a partir da intensificação da crise nos mercados financeiros, quando, no cenário de deterioração das condições de crédito, a captação de recursos externos tornou-se mais cara e escassa e, no âmbito interno, as restrições de liquidez dificultaram, temporariamente, o financiamento de instituições de pequeno e médio porte no mercado interbancário.

Adicionalmente, evidenciando a piora no balanço de riscos, as instituições financeiras promoveram redução imediata das novas contratações, com encurtamento dos prazos e elevação das taxas de juros, conforme registrado no Gráfico 2. Nesse contexto, a partir de meados de 2008, ocorreu elevação da inadimplência no âmbito do crédito referencial para pessoas físicas, que alcançou 8,4% em abril de 2009, ante 7% em dezembro de 2007, movimento decorrente de elevação generalizada nos atrasos em todas as modalidades, em especial, no crédito pessoal, veículos e cartão de crédito (Tabela 1).

Esse conjunto de mudanças recentes no cenário macroeconômico torna relevante a revisitação do boxe publicado no Relatório de Inflação de setembro de 2008, que abordou a trajetória do endividamento das famílias e do comprometimento de sua renda no período anterior à obstrução nos canais de crédito.

A compilação das estatísticas de crédito não sofreu alterações em relação ao estudo anterior, utilizando-se, igualmente, as médias trimestrais dos saldos de final de mês das modalidades de crédito referencial para taxas de juros, das operações de *leasing* e daquelas realizadas pelas cooperativas de crédito. Com relação às taxas de juros e aos prazos das modalidades não pertencentes ao crédito referencial, foram estimadas *proxies* ajustadas às especificidades tributárias: para *leasing*, foram adotados os parâmetros da modalidade aquisição de veículos; para as cooperativas, os inerentes à modalidade de crédito pessoal. O crédito habitacional direcionado não foi incluído em razão da inexistência de estatísticas regulares de taxas de juros e de prazos para essas operações.

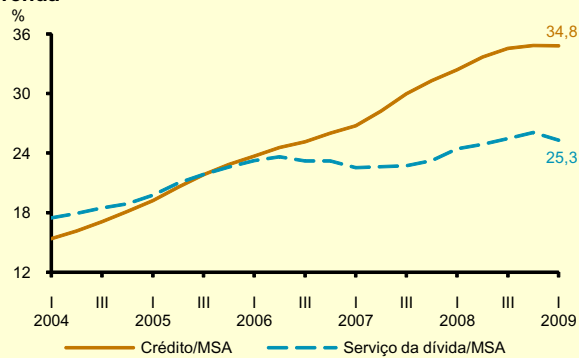
A renda das famílias, denominada Massa Salarial Ampliada (MSA), foi estimada a partir da agregação da massa salarial, calculada na Pesquisa Mensal de Emprego (PME)¹, às transferências da previdência social oficial. De forma similar ao estudo anterior, para o cômputo final da MSA, utilizou-se a média dos quatro últimos trimestres para atenuar efeitos sazonais sobre a renda. A alteração metodológica na compilação da renda resultou na obtenção de níveis estimados mais elevados para o endividamento e o comprometimento de renda, uma vez que a MSA corresponde a um montante aproximadamente 20% inferior ao dos indicadores utilizados no estudo anterior.

O endividamento das famílias foi estimado como a razão entre o estoque da dívida em um dado período e a renda média dos últimos quatro trimestres. Para a construção do indicador de comprometimento de renda foram calculados, para cada modalidade, o valor dos desembolsos referentes ao principal, correspondentes à razão entre o saldo e o prazo médio da carteira naquele período. Nas modalidades de crédito rotativo, cheque especial e cartão de crédito, considerou-se apenas o comprometimento da renda referente ao pagamento de juros. Além dos desembolsos com o principal, a estimativa do serviço da dívida compreende também os pagamentos de juros, dados pela multiplicação,

1/ Tendo em vista que a PME considera as regiões metropolitanas de Belo Horizonte, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, Salvador e São Paulo, o indicador relativo à massa salarial do país foi obtido a partir da multiplicação da relação entre o PIB do país e o PIB das seis regiões mencionadas e a massa salarial calculada a partir da PME.

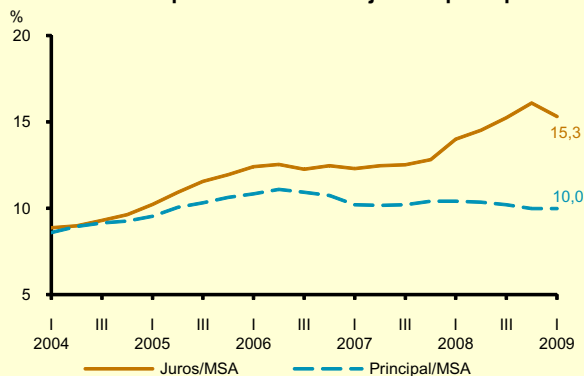
para cada modalidade, da taxa de juros mensal média pelo respectivo saldo. Por fim, o comprometimento da renda foi obtido pela divisão do serviço da dívida pela MSA do respectivo período. Importa ressaltar que a estatística disponível para o prazo médio da carteira não corresponde ao período a decorrer até o vencimento da última prestação, mas sim à média dos prazos das prestações ponderada pelos seus respectivos valores. Nesse conceito, o prazo médio de um financiamento com 24 prestações mensais iguais será de 12,5 meses. Em termos de comprometimento de renda, a utilização do prazo a decorrer refletiria mais fielmente o período no qual o tomador é onerado pela operação de crédito. Por isso, utilizou-se nesse estudo o prazo a decorrer, obtido por aproximação a partir do prazo médio.

Gráfico 3 – Endividamento e comprometimento da renda



O Gráfico 3 revela o aumento representativo do nível do endividamento ao longo dos últimos anos, movimento associado ao próprio desenvolvimento do mercado de crédito, que era incipiente antes da consolidação da estabilidade macroeconômica. Em março, o nível de endividamento das famílias atingiu 34,8% da renda anual auferida nos últimos doze meses, registrando aumentos de 2,4 p.p. em relação a igual período do ano anterior e de 8,1 p.p. nos últimos dois anos. A partir do terceiro trimestre de 2008, o endividamento passa a apresentar tendência de desaceleração, comportamento consistente com o arrefecimento das contratações.

Gráfico 4 – Comprometimento com juros e principal



O nível de comprometimento da renda com o serviço da dívida atingiu 25,3% em março, recuando 0,8 p.p. no trimestre e registrando aumentos de 0,9 p.p. em doze meses e de 2,8 p.p. em dois anos, conforme expresso no Gráfico 4. Esse indicador evolui de forma menos acentuada, traduzindo os efeitos combinados das variações de saldos, prazos e taxas de juros. Nesse sentido, o comprometimento de renda decresceu entre o segundo trimestre de 2006 e o primeiro trimestre de 2007, quando a elevação dos prazos e a redução das taxas de juros compensaram a expansão do volume de crédito. A partir de meados de 2007, o indicador passou a registrar crescimento, justificado principalmente pela expansão acelerada dos saldos. Ao longo de 2008, esse crescimento se acentuou, impulsionado, em especial, pela alta das taxas de juros. Em 2009, observa-se novo declínio, explicado primariamente pela redução das taxas.

A análise do comprometimento de renda a partir de seus componentes demonstra que a parcela referente ao principal mantém relativa estabilidade ao longo dos últimos dois anos, o que indica que os saldos respondem mais lentamente aos arrefecimentos nas concessões e no alongamento dos prazos. Comportamento diverso apresenta o comprometimento decorrente dos pagamentos de juros, o qual apresentou expansão, interrompida apenas no início de 2009, quando observou queda de 0,8 p.p., refletindo os impactos da política monetária sobre os juros bancários nesse período.

Assim como no estudo publicado em setembro de 2008, é importante ressaltar que a construção dos indicadores aqui estimados requer a adoção de diversas hipóteses e pressupostos, além de estar sujeita a significativas limitações. Portanto, o foco das análises deve concentrar-se no comportamento desses indicadores ao longo do tempo, em suas variações e tendências, mais do que em seus níveis absolutos. Mesmo com essas ressalvas, note-se que, como demonstram os gráficos 2 e 3, os indicadores mais recentes de comprometimento da renda mostram estabilidade e queda, evidenciando arrefecimento da tendência de crescimento da alavancagem das famílias.

pelas instituições financeiras, totalizou R\$1,1 trilhão em maio, elevando-se 1,3% no trimestre e 27,8% em doze meses. Vale mencionar, entre seus componentes, os aumentos trimestrais registrados no estoque de títulos privados, 1,5%, e no saldo dos depósitos da poupança, 1,6%, que atingiram, na ordem, R\$596,9 bilhões e R\$279,2 bilhões.

O M3, conceito que agrega ao M2 as quotas de fundos de renda fixa e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamentos em operações compromissadas entre o público e o setor financeiro, alcançou R\$2 trilhões em maio, registrando aumentos de 3,6% em relação a fevereiro e de 15,7% em doze meses. O conceito M4, que compreende o M3 e os títulos públicos de detentores não financeiros, somou R\$2,3 trilhões, resultando em expansões respectivas de 3,3% e 14,7%, nas mesmas bases de comparação (ver boxe "Evolução Recente das Principais Aplicações Financeiras", página 49).

Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto

O impacto monetário das operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais foi expansionista em R\$17,3 bilhões no trimestre encerrado em maio, com as colocações totalizando R\$82,2 bilhões e os vencimentos, R\$99,5 bilhões. As operações de troca, concentradas em Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), atingiram R\$9,1 bilhões, enquanto os resgates antecipados somaram R\$4,8 bilhões.

A posição líquida de financiamento do Banco Central no mercado aberto, apurada a partir da média dos saldos diários, totalizou R\$389,3 bilhões em maio, aumentando 1,4% em relação a fevereiro. A média das operações de curtíssimo prazo recuou de R\$101,8 bilhões, em fevereiro, para R\$71,8 bilhões, em maio, enquanto as relativas às operações com prazos de cinco e de sete meses reduziram-se de R\$15,1 bilhões e R\$26,3 bilhões, respectivamente, para R\$12,1 bilhões e R\$23,8 bilhões. Em sentido inverso, a média das operações com prazo de duas semanas a três meses aumentou de R\$240,7 bilhões para R\$271,6 bilhões, no período. Adicionalmente, as operações com prazo de seis meses, iniciadas no trimestre, atingiram R\$10,1 bilhões em maio. Esses movimentos refletem, em grande parte, a recuperação da confiança dos agentes financeiros, após a deterioração das expectativas inerente à crise internacional.

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

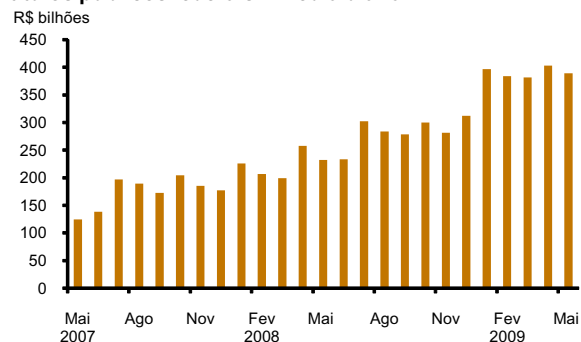
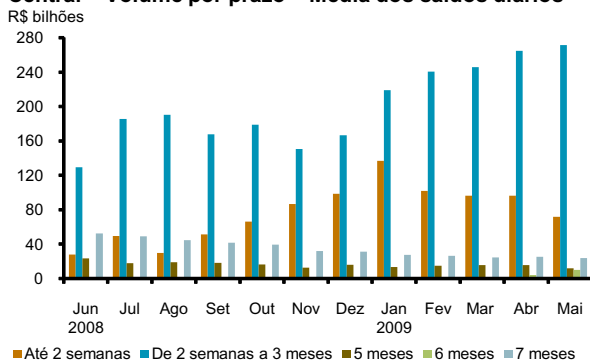


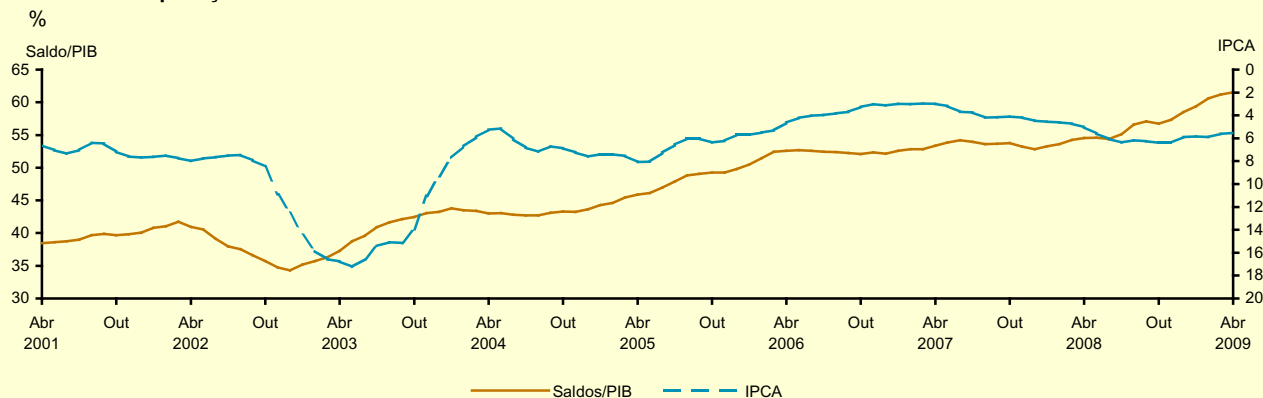
Gráfico 3.16 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários



Evolução Recente das Principais Aplicações Financeiras

As principais modalidades de aplicação financeira disponíveis no mercado doméstico – caderneta de poupança, fundos de investimento e depósitos a prazo – vêm apresentando, em conjunto, expansão significativa das captações nos últimos anos, movimento associado, em especial, à crescente estabilidade macroeconômica. A evolução destas aplicações, expressa em proporção do PIB, encontra-se no Gráfico 1, que evidencia tanto o declínio registrado no segundo semestre de 2002, em resposta à instabilidade relacionada à transição política, como o arrefecimento observado a partir de julho de 2007, associado ao impacto da crise no mercado *subprime* dos EUA.

Gráfico 1 – Aplicações financeiras – saldo/PIB



A evolução dos saldos e das captações líquidas das três aplicações financeiras (Gráficos 2 e 3) expressa nitidamente o impacto da instabilidade financeira, assim como fatores institucionais capazes de determinar movimentações expressivas por parte dos aplicadores. O evento mais relevante, nesse sentido, foi a instituição de recolhimentos compulsórios sobre depósitos interfinanceiros de sociedades de arrendamento mercantil em janeiro

de 2008, por intermédio da Circular 3.375, que visou equiparar a captação de recursos por tais sociedades, via emissão de debêntures, aos depósitos a prazo, no que diz respeito à incidência de recolhimentos. Essa medida impulsionou a captação por meio de CDBs, a partir de março de 2008, a qual acumulou expansão de 97,4% no período de dois anos encerrado em maio de 2009, somando R\$300,9 bilhões.

Gráfico 2 – Aplicações financeiras – saldos
R\$ bilhões

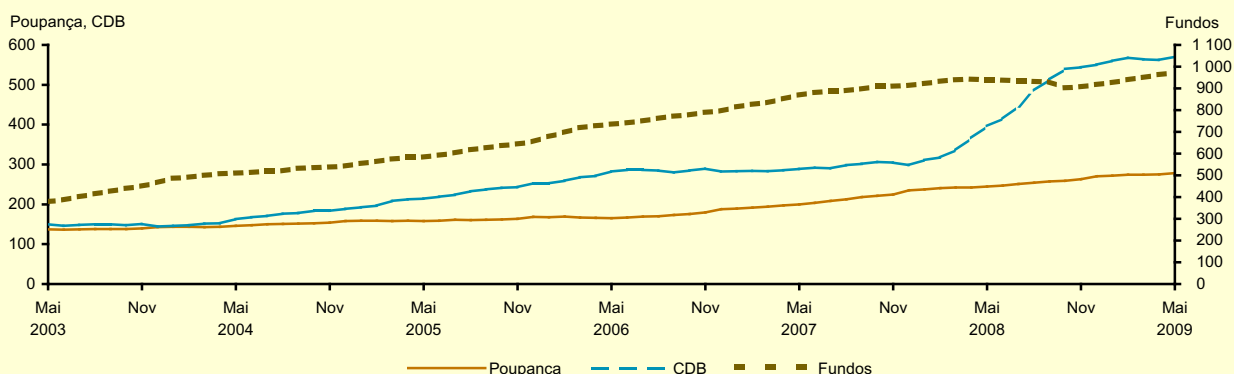
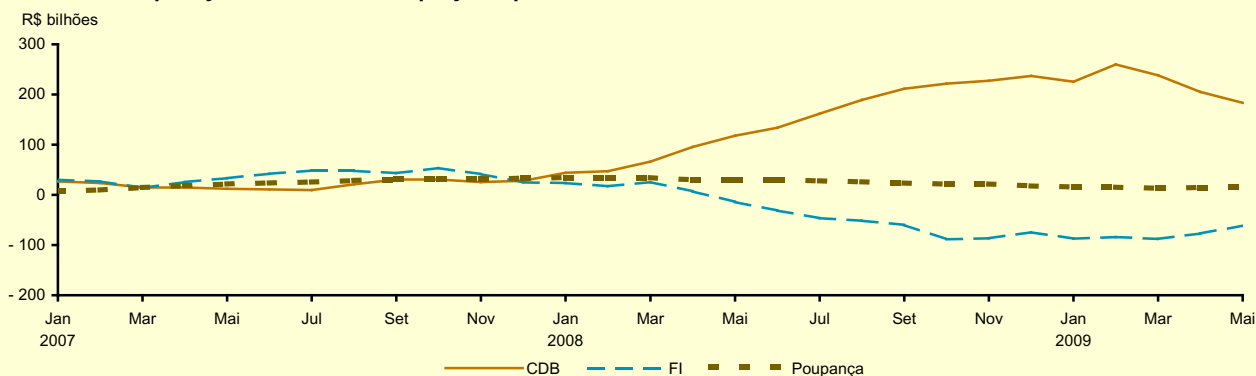


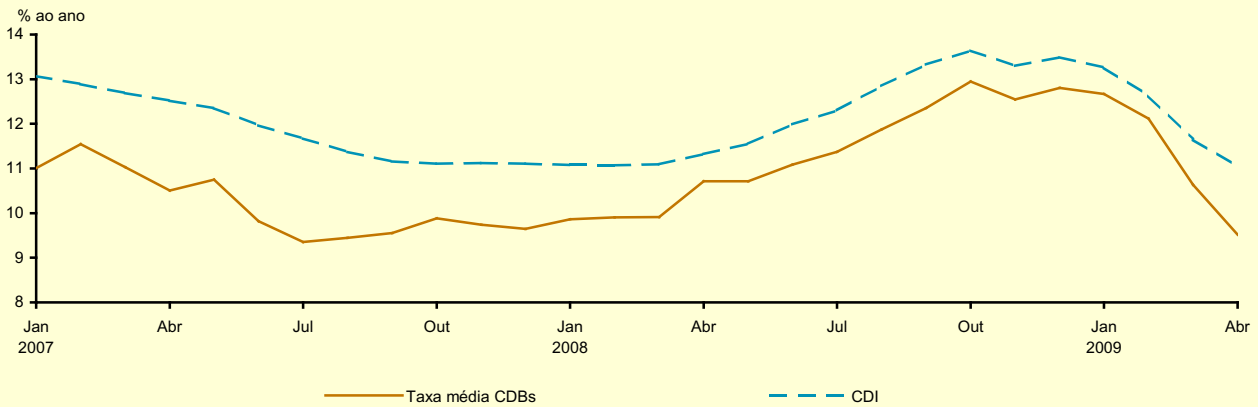
Gráfico 3 – Aplicações financeiras – captação líquida acumulada em 12 meses
R\$ bilhões



As necessidades de captação por parte do sistema bancário, em um cenário de maior escassez de recursos e, até setembro de 2008, forte crescimento do crédito, exigiram a elevação das taxas de remuneração dos CDBs, que se aproximaram bastante da taxa dos CDIs, entre março de 2008 e fevereiro de 2009. No entanto, as bem-sucedidas medidas adotadas pelo Banco Central a partir de setembro de 2008, objetivando a provisão de liquidez aos mercados, possibilitaram o recuo do custo médio de captação para 9,5% a.a., em abril, patamar inferior ao verificado ao final de 2007 (Gráfico 4).

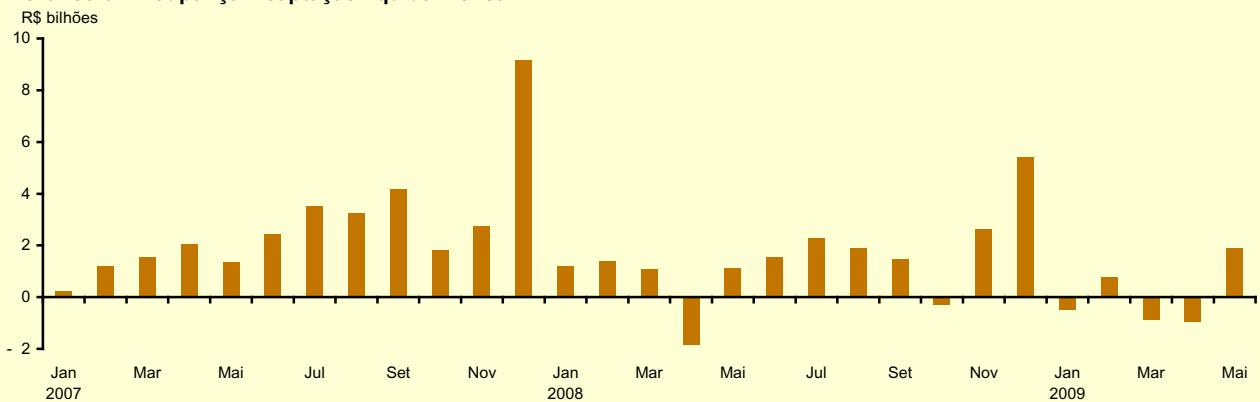
Os depósitos em cadernetas de poupança cresceram 39,3% entre maio de 2007 e maio de

Gráfico 4 – CDBs – taxa de remuneração



2009, período no qual a captação líquida totalizou R\$45,1 bilhões (Gráficos 2 e 3). Em 2009, as saídas líquidas registradas em janeiro, março e abril foram compensadas por ingressos líquidos de R\$1,9 bilhão em maio, o que resultou em captação líquida de R\$357 milhões nos cinco primeiros meses do ano. A série com os fluxos líquidos mensais atesta a estabilidade do crescimento dos depósitos em poupança, apenas interrompida em abril e outubro de 2008 e, em virtude dos efeitos da desaceleração do nível de atividade econômica, no início de 2009 (Gráfico 5). Nesse sentido, a esperada recuperação da economia deverá traduzir-se em continuidade da trajetória de expansão dos depósitos, que, ademais, tende a ser estimulada pela rentabilidade favorável da poupança no contexto atual da política monetária. Diante do atual, inédito, patamar de taxas de juros, mudanças importantes nas captações dos diversos instrumentos podem ocorrer, e devem ser cuidadosamente monitoradas pelas autoridades.

Gráfico 5 – Poupança – captação líquida mensal



As aplicações em fundos de investimento, compreendendo fundos de renda fixa, de curto

prazo, cambiais, multimercado e referenciados, evoluíram em sentido oposto, acumulando saídas líquidas que somaram R\$75,2 bilhões entre março de 2008 e fevereiro de 2009, o que resultou em expansão de apenas 12,2% em seu patrimônio líquido consolidado. A expansão do saldo, a despeito do fluxo líquido negativo, é explicada pela incorporação da rentabilidade aos valores aplicados. A captação líquida negativa decorreu da ampliação das incertezas percebidas nos mercados financeiros, as quais resultaram na busca por aplicações com maior previsibilidade quanto à sua remuneração. Ao longo de 2008, as maiores perdas foram sofridas pelos fundos de renda fixa e pelos fundos multimercado, modalidade que tende a proporcionar maiores oscilações em sua rentabilidade, em consequência da maior diversidade dos ativos que compõem suas carteiras. A partir de janeiro de 2009, porém, o fluxo líquido dos fundos de investimento tornou-se positivo, impulsionado pelas recuperações dos fundos de renda fixa, de curto prazo e multimercado (Gráficos 6 e 7).

Gráfico 6 – Fundos de investimento – captação líquida mensal

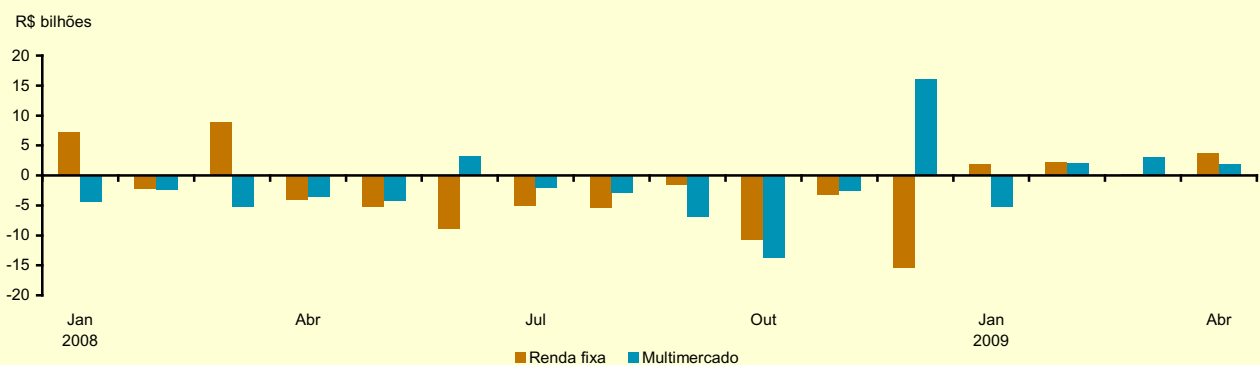
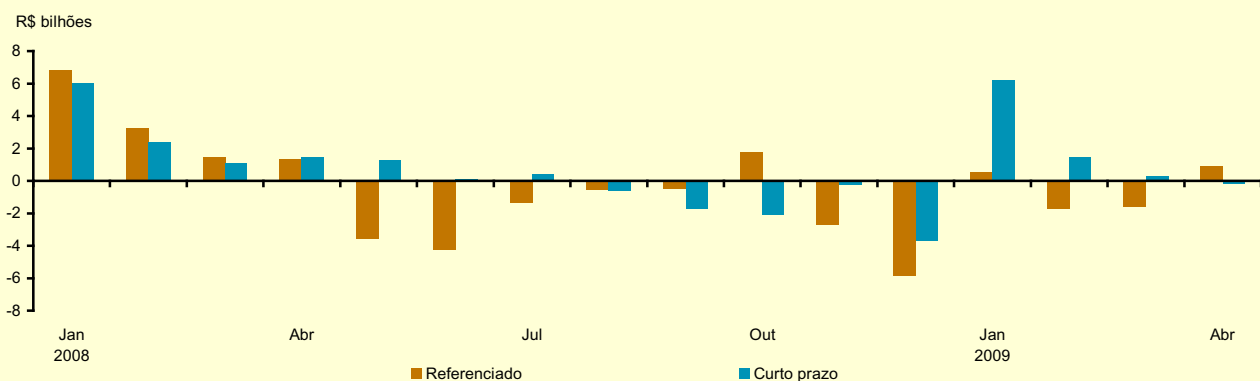


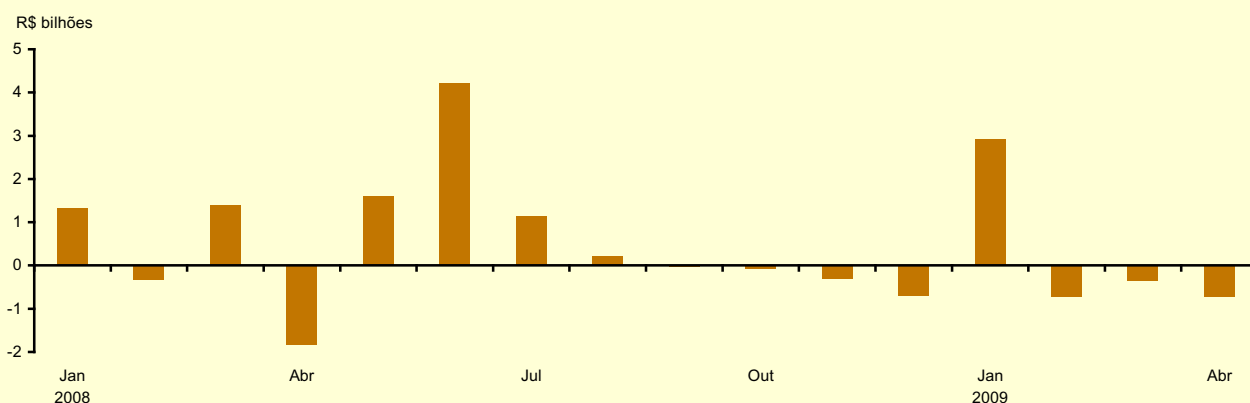
Gráfico 7 – Fundos de investimento – captação líquida mensal



O Gráfico 6, cujo intervalo de tempo abrange tanto o momento da euforia proporcionada pela atribuição do grau de investimento ao Brasil quanto o do acirramento da crise financeira internacional, mostra resgates líquidos nos fundos de renda fixa e multimercados em quase todos os meses de 2008. No acumulado do ano, uma combinação de fatores, que envolve a atratividade relativa das demais aplicações financeiras, em particular dos depósitos a prazo, além de oscilações da preferência pela liquidez e das incertezas, contribuiu para a ocorrência de resgates líquidos de R\$46 bilhões e R\$28,7 bilhões, respectivamente, nestas duas classes de fundos. As demais classes de fundos não mantiveram comportamento tão uniforme durante o ano. No início de 2008, as incertezas crescentes elevaram a demanda por cotas de fundos referenciados e de curto prazo. Esse quadro se reverteu nos últimos meses do ano, no período mais agudo da crise internacional, com a renovada ampliação da instabilidade nos mercados financeiros (Gráfico 7).

Os fundos de ações acumularam captação líquida de R\$26,6 bilhões entre maio de 2007 e maio de 2009, atingindo saldo de R\$129,5 bilhões. Essa forma de investimento recebeu grande influxo de recursos no primeiro semestre de 2008, cabendo destaque à captação líquida mensal de R\$4,7 bilhões em junho, na seqüência do anúncio do grau de investimento para o Brasil (Gráfico 8). No segundo semestre, a despeito do desempenho desfavorável do mercado acionário, não se verificou a ocorrência de retiradas maciças dessas aplicações, fato que demonstra a maturidade do investidor brasileiro ao evitar a tomada de decisões de investimento baseada exclusivamente em cenários de curtíssimo prazo.

Gráfico 8 – Fundos de ações – captação líquida mensal



Taxas de juros reais e expectativas de mercado

Gráfico 3.17 – Taxas de juros

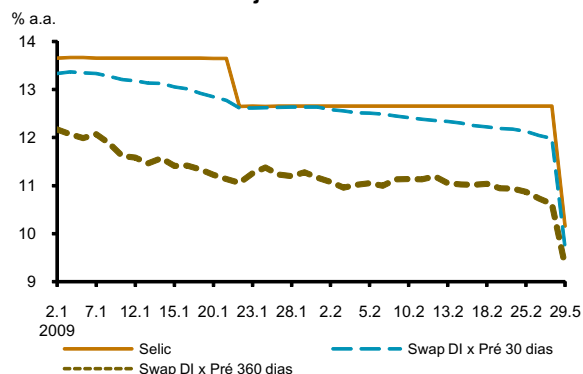


Gráfico 3.18 – Taxa de juros ex-ante deflacionada pelo IPCA para 12 meses

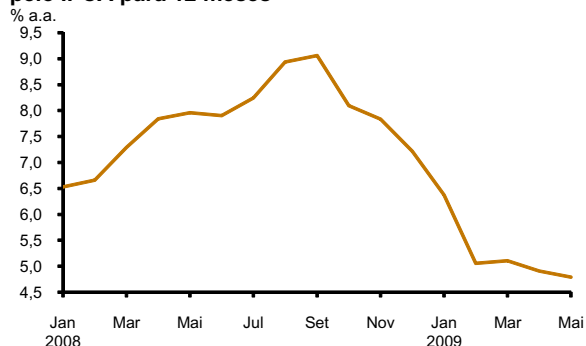
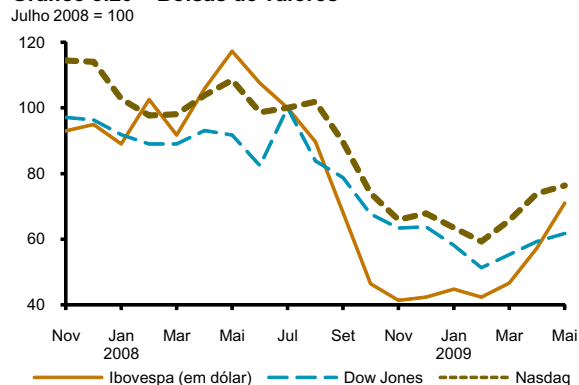


Gráfico 3.19 – Ibovespa



Gráfico 3.20 – Bolsas de valores



A curva de taxas de juros futuros dos contratos de *swap* DI x pré, mantendo a tendência observada desde o último trimestre de 2008, apresentou retração para todos os vértices no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, com ênfase nas reduções registradas nas taxas relativas aos contratos com prazo inferior a 360 dias. Este movimento, consistente com as expectativas de continuidade do processo de redução da taxa básica de juros, se evidenciou, ainda, no recuo trimestral de 128 p.b., para 9,3% a.a – menor patamar da série histórica – observado na taxa referente aos contratos de 360 dias, os mais negociados na BM&F.

A taxa Selic real *ex-ante*, para os próximos doze meses, calculada com base na pesquisa Relatório de Mercado do Banco Central, de 29 de maio, atingiu 4,8% a.a. – menor valor da série histórica, ante 5,1% a.a. ao final de fevereiro. Esse movimento refletiu o impacto mais acentuado da redução, de 9,88% a.a. para 9,09% a.a., nas expectativas para a taxa Selic para 12 meses, em relação ao associado ao decréscimo, de 4,57% a.a. para 4,14% a.a., nas relativas à variação do IPCA.

Mercado de capitais

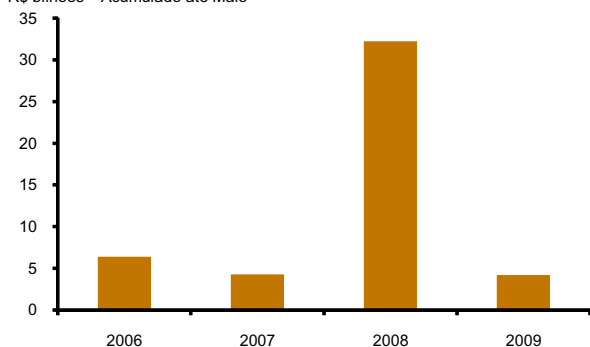
O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), refletindo os sinais de recuperação da atividade interna e o retorno dos ingressos de capitais externos, acumulou sucessivas elevações no trimestre encerrado em maio, mês em que o volume médio diário transacionado na Bovespa aumentou 23,2% em relação a fevereiro. O Ibovespa atingiu 53.197 pontos ao final de maio, elevando-se 39,3% no trimestre, período em que o valor de mercado das ações listadas aumentou 28,1%, totalizando R\$1,81 trilhões.

O Ibovespa, avaliado em dólares, cresceu 67,9% no trimestre encerrado em maio, favorecido pelo impulso adicional proveniente da apreciação cambial registrada no período. Nos Estados Unidos da América (EUA), os índices Dow Jones e Nasdaq, influenciados pela melhoria das expectativas em relação aos desdobramentos da crise financeira internacional, subiram, respectivamente, 20,4% e 28,8%, no período.

O financiamento das empresas mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de

Gráfico 3.21 – Emissão primária de debêntures

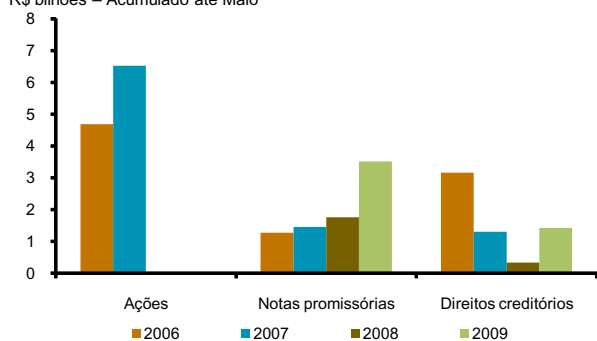
R\$ bilhões – Acumulado até Maio



Fonte: CVM

Gráfico 3.22 – Emissões primárias no mercado de capitais

R\$ bilhões – Acumulado até Maio



Fonte: CVM

recebíveis de direitos creditórios, totalizou R\$9,1 bilhões nos cinco primeiros meses de 2009, ante R\$49,2 bilhões em igual período de 2008. Esse movimento refletiu, em especial, as reduções acentuadas registradas nas emissões de debêntures, de R\$32,6 bilhões para R\$4,2 bilhões, e de notas promissórias, de R\$8,8 bilhões para R\$3,5 bilhões.

3.3 Política fiscal

Objetivando assegurar condições mais favoráveis à retomada da atividade econômica interna, o Governo Federal ampliou, em março, as medidas temporárias de desoneração fiscal implementadas em dezembro de 2008. Nesse sentido, foram introduzidas reduções temporárias nas alíquotas do IPI incidentes sobre diversos produtos da construção civil e estendido, por três meses, o prazo original previsto para as reduções relacionadas às compras de carros novos e caminhões.

Adicionalmente, com vistas a atenuar o impacto da redução na arrecadação de tributos federais sobre os recursos transferidos aos governos regionais, o Governo Federal publicou, em maio, medida que assegura aos municípios a manutenção, em 2009, do valor nominal percebido em 2008 a título de recursos do Fundo de Participação dos Municípios.

O Ministério do Planejamento divulgou, em maio, as previsões atualizadas das receitas e despesas não financeiras do Governo Central para o exercício corrente. As receitas líquidas do Tesouro Nacional foram reavaliadas para R\$439,4 bilhões, representando recuo de R\$9,4 bilhões em relação à estimativa divulgada em março. Em sentido inverso, as projeções relativas aos gastos de natureza obrigatória do Tesouro e aos benefícios da Previdência Social foram elevadas, respectivamente, em R\$3,1 bilhões e R\$2,1 bilhões. Essas revisões, combinadas com a redução de R\$23,7 bilhões introduzida na meta para o superávit primário, proporcionaram a ampliação, em R\$9,1 bilhões, das despesas discricionárias da União. Ressalte-se que o governo havia anunciado em caráter preventivo, em março, um contingenciamento de R\$21,6 bilhões.

Vale mencionar que a redução, de 3,8% do PIB para 2,5% do PIB, introduzida na meta para o superávit primário do setor público incorpora a exclusão das empresas do Grupo Petrobrás das estatísticas fiscais (ver box: "A Trajetória da DLSP/PIB", página 61).

Necessidades de financiamento do setor público

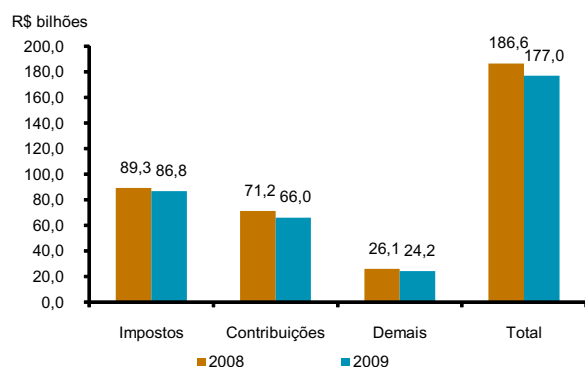
Tabela 3.5 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Segmento	2007		2008		Abr 2009	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	-59,4	-2,3	-71,3	-2,5	-22,4	-2,4
Governos regionais	-29,9	-1,2	-30,6	-1,1	-9,6	-1,0
Empresas estatais	-0,4	-0,0	-4,5	-0,2	1,2	0,1
Total	-89,7	-3,5	-106,4	-3,7	-30,8	-3,3

O superávit primário do setor público, excluídas as empresas do Grupo Petrobrás, totalizou R\$30,8 bilhões no primeiro quadrimestre de 2009, representando 3,32% do PIB. A redução de R\$32,1 bilhões assinalada em relação a igual período do ano anterior, quando equivalia a 7,01% do PIB, refletiu a ocorrência de retrações generalizadas em todas as esferas do setor público, com ênfase no recuo de R\$26,3 bilhões registrado no Governo Central. O superávit acumulado no período de doze meses encerrado em abril atingiu 2,54% do PIB, situando-se 0,04 p.p. acima da meta estabelecida para o ano.

A retração registrada no superávit do Governo Central refletiu tanto o recuo de R\$23,7 bilhões, 2,78% do PIB, observado no resultado do Governo Federal, resultante da combinação de redução nas receitas e aumento nas despesas, quanto o crescimento de R\$2,6 bilhões, 0,24% do PIB, assinalado no déficit da Previdência Social, decorrente do impacto mais acentuado do aumento das despesas com benefícios em relação ao proporcionado pela elevação registrada nas receitas.

Gráfico 3.23 – Receita bruta do Tesouro Nacional Jan – Abr



As receitas do Tesouro Nacional decresceram 5,2% nos quatro primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2008, evolução compatível com os desdobramentos da crise econômica mundial sobre o nível da atividade econômica e com a renúncia fiscal associada às medidas temporárias de incentivo fiscal implementadas pelo governo.

Nesse cenário, a arrecadação do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) apresentou redução de 5,6%, no período, enquanto os recursos associados à Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e ao PIS/Pasep registraram decréscimos respectivos de 9,9% e 5,3%.

As receitas provenientes do IPI decresceram 23,5% nos quatro primeiros meses do ano. A redução nominal de R\$2,9 bilhões evidenciou as alterações introduzidas nas alíquotas incidentes sobre o setor automobilístico, as mudanças no período de apuração da tributação do setor de bebidas, que passou de decendial para mensal, e o impacto da redução na produção industrial observada no período.

No mesmo sentido, as receitas relativas a concessões, em decorrência da licitação de blocos exploratórios de

petróleo e gás natural, realizada em março de 2008, sem correspondência em 2009; e a compensações financeiras, em consequência da redução do preço internacional do petróleo, registraram decréscimo, em conjunto, de R\$4,5 bilhões em relação aos quatro primeiros meses de 2008.

A arrecadação relativa à Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide-Combustíveis) recuou R\$2,2 bilhões no quadrimestre, reflexo tanto da redução da alíquota cobrada por metro cúbico de gasolina e diesel, a partir dos fatos geradores de maio de 2008, quanto das compensações ocorridas entre janeiro e março deste ano.

Em sentido inverso, as arrecadações associadas ao Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF), evidenciando, em especial, o crescimento dos rendimentos do trabalho e das remessas ao exterior; e à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), traduzindo o aumento na alíquota do imposto sobre as instituições financeiras, registraram elevações respectivas de 8,6% e 9,7% no quadrimestre, representando, em conjunto, R\$3,9 bilhões.

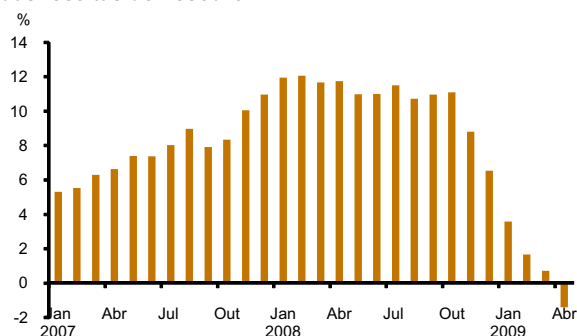
A taxa de crescimento real relativa à arrecadação federal acumulada em doze meses vem apresentando trajetória declinante, expressa na reversão da expansão de 6,5% registrada em dezembro de 2008, em relação a igual período do ano anterior, para recuo de 1,4% em abril, no mesmo tipo de comparação.

As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$102,1 bilhões nos quatro primeiros meses de 2009, aumentando 23%, equivalentes a 1,75% do PIB, em relação a igual período do ano anterior. Os gastos com pessoal e encargos sociais elevaram-se 24,2% no período, evolução associada ao impacto da reestruturação de carreiras dos Poderes Executivo e Judiciário e do maior desembolso com pagamentos de precatórios judiciais.

As despesas relacionadas ao Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) elevaram-se 39,9% no quadrimestre, resultado associado aos aumentos dos gastos com abono salarial, em linha com a elevação do salário mínimo, e com seguro desemprego, consequência da retração registrada no mercado de trabalho formal. Vale mencionar que o aumento do salário mínimo contribuiu, adicionalmente, para o crescimento de 21,2% nas despesas com benefícios assistenciais relacionados à Lei Orgânica da Assistência Social (Loas) e à Renda Mensal Vitalícia (RMV).

As despesas com investimentos, evidenciando o esforço do governo em elevar a FBCF no país, cresceram

Gráfico 3.24 – Taxa de crescimento real em doze meses das receitas do Tesouro^{1/}



1/ Corrigida pelo IPCA.

**Tabela 3.6 – Despesas do Tesouro Nacional
Jan – Abr**

Discriminação	2008		2009	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	82 991	9,3	102 115	11,0
Pessoal e encargos sociais	40 184	4,5	49 921	5,4
Custeio e capital	42 559	4,7	51 840	5,6
FAT	4 852	0,5	6 790	0,7
Subsídio e subvenções	1 648	0,2	587	0,1
Loas/RMV	4 994	0,6	6 051	0,7
Investimento	5 374	0,6	6 761	0,7
Outras	25 690	2,9	31 650	3,4
Transferências ao Bacen	248	0,0	354	0,0

Fonte: Minifaz/STN

Gráfico 3.26 – Governo federal: despesas pagas de investimentos

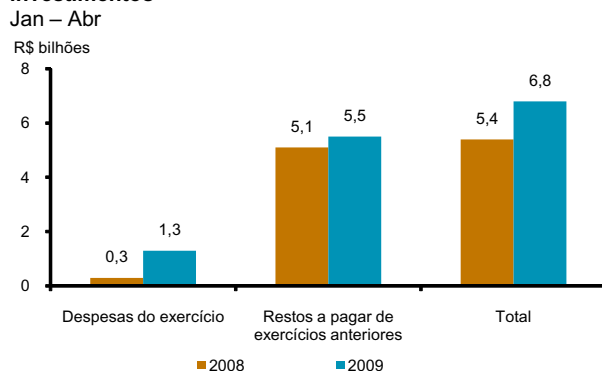


Gráfico 3.27 – Despesas com o Projeto Piloto de Investimentos (PPI)

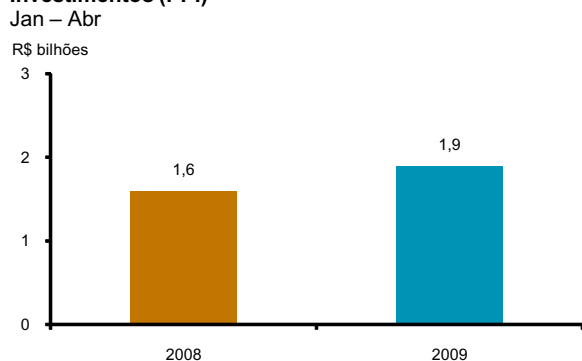
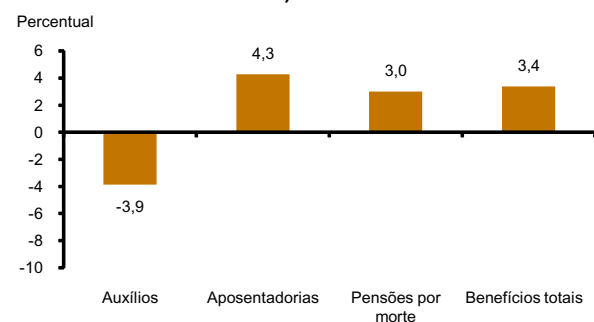


Tabela 3.7 – Resultado primário da Previdência Social

Janeiro-abril

Discriminação	R\$ bilhões		
	2008	2009	Var. %
Arrecadação bruta	53,9	60,4	12,1
Restituição/devolução	-0,1	-0,2	100,0
Transf. a terceiros	-5,9	-6,7	13,6
Arrecadação líquida	47,9	53,5	11,7
Benefícios previdenciários	60,4	68,7	13,6
Resultado primário	-12,5	-15,2	20,9
Arrecadação líquida/PIB	5,3%	5,8%	
Benefícios/PIB	6,7%	7,4%	
Resultado primário/PIB	-1,4%	-1,6%	

Gráfico 3.28 – Crescimento da quantidade de benefícios emitidos pela Previdência Social (Média Jan-abr 2009/Jan-abr 2008)



Fonte: STN

25,8% nos quatro primeiros meses do ano, totalizando R\$6,8 bilhões. Os gastos incluídos no Projeto Piloto de Investimentos, passíveis de dedução da meta de superávit primário, aumentaram 18,4%, totalizando R\$1,9 bilhão. Ressalte-se que, das despesas totais com investimentos, 80,5% referem-se a restos a pagar de exercícios anteriores.

Assinale-se, ainda, em relação às despesas, a redução de 64,4% observada na rubrica subsídios e subvenções, reflexo, principalmente, do retorno líquido das operações realizadas pelo Fundo Nacional de Desenvolvimento.

O déficit primário da Previdência Social elevou-se 0,24 p.p. do PIB no primeiro quadrimestre de 2009, evolução decorrente da elevação de 11,7% na arrecadação líquida, em função do aumento das contribuições sobre a folha de pagamento, e do crescimento de 13,6% nas despesas, resultante do impacto do reajuste do salário mínimo e dos crescimentos de 24,1% no pagamento de precatórios judiciais e de 3,4% na quantidade média mensal de benefícios pagos.

As transferências para os governos regionais totalizaram R\$38,9 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, ante R\$41,9 bilhões em igual período de 2008, redução decorrente das reduções registradas na arrecadação total dos tributos que compõem os fundos constitucionais; no preço internacional do petróleo, que impacta os repasses de *royalties*; e nos repasses da Cide-Combustíveis, em função da redução de alíquotas e da compensação de receitas.

O recolhimento relativo ao Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo de arrecadação regional, aumentou 3,4% no primeiro quadrimestre, em relação a igual período de 2008. A arrecadação relacionada ao Imposto sobre Veículos Automotores (IPVA) registrou crescimento de 15,3%, na mesma base de comparação.

O superávit primário dos estados e municípios totalizou R\$9,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2009, reduzindo-se 0,35 p.p. do PIB em relação a igual período do ano anterior, com ênfase no resultado desfavorável observado na esfera municipal.

As empresas estatais, excluída a Petrobrás, registraram déficit primário equivalente a 0,13% do PIB nos quatro primeiros meses do ano, ante superávit de 0,20% do PIB em igual período de 2008.

Gráfico 3.29 – Transferências para estados e municípios

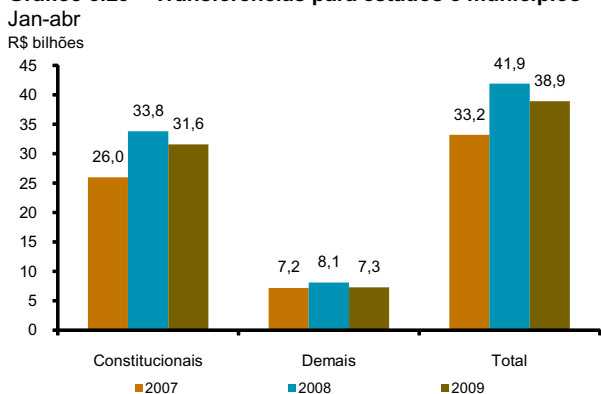


Gráfico 3.30 – Arrecadação de ICMS e IPVA

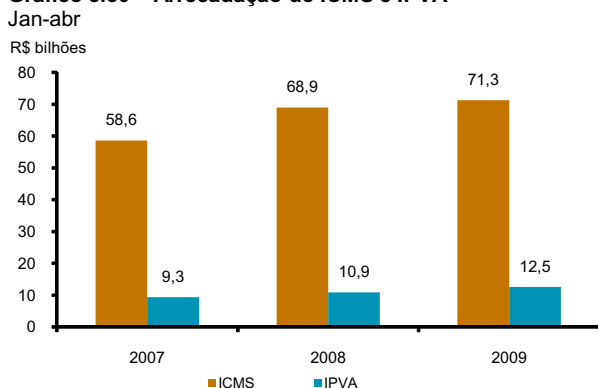


Gráfico 3.31 – Governos regionais: superávit primário acumulado em doze meses e dívida líquida

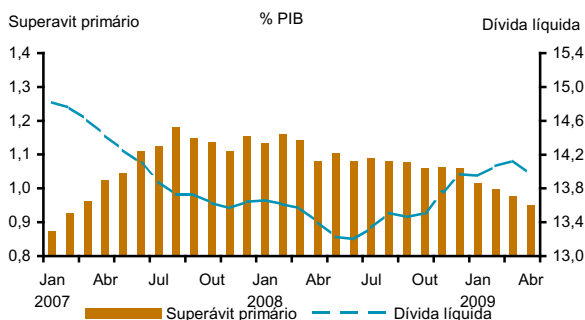
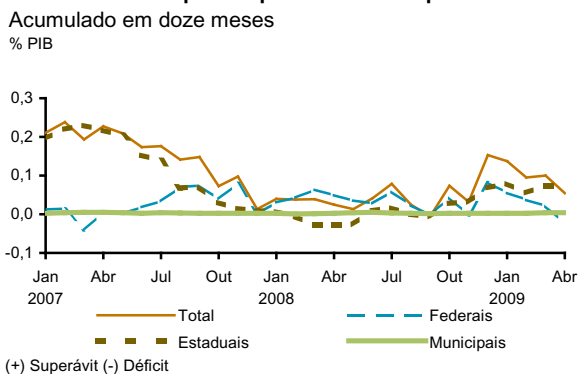


Gráfico 3.32 – Superávit primário das empresas estatais



Os juros nominais apropriados totalizaram R\$52,8 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, ante R\$55,5 bilhões em igual período de 2008. Essa redução, equivalente a 0,49 p.p. do PIB, refletiu, em especial, a reversão do resultado desfavorável apresentado pelas operações de *swap* cambial no primeiro quadrimestre de 2008, enquanto o impacto exercido pela flexibilização da política monetária deverá ocorrer com maior intensidade nos próximos meses, tendo em vista que os juros apropriados no período refletem, ainda, o patamar das taxas praticadas no momento em que a política monetária se adequava ao ambiente de descompasso entre a oferta e a demanda internas.

O déficit nominal do setor público atingiu R\$22,1 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, ante superávit de R\$7,4 bilhões em igual período de 2008, reversão equivalente a 3,21% do PIB. O financiamento do resultado negativo acumulado no ano se traduziu, em especial, no aumento da dívida mobiliária, equivalente a R\$68,7 bilhões. Em sentido inverso, registraram-se reduções na dívida bancária líquida e nas outras fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal, avaliada pela posição de carteira, alcançou 43,1% do PIB em abril, elevando-se 1,8 p.p. do PIB em relação a janeiro e reduzindo-se 0,8 p.p. do PIB comparativamente a igual período de 2008. A evolução trimestral traduziu o impacto expansionista decorrente de emissões líquidas realizadas no mercado primário, do efeito financeiro da apreciação cambial de 6% observada no trimestre e da incorporação de juros nominais da ordem de R\$33,7 bilhões.

As participações dos títulos atrelados à taxa Selic, a índices de preços e prefixados no total da dívida mobiliária federal atingiram, na ordem, 29,6%, 23,6% e 22% em abril, ante 29,4%, 23,4% e 21,4%, em janeiro, enquanto, em sentido inverso, a relativa aos títulos vinculados ao câmbio recuou de 0,84% para 0,76%.

O Plano Anual de Financiamento (PAF) 2009 definiu como meta para o ano, a manutenção das participações dos indexadores em relação ao total da dívida pública, nas seguintes faixas: títulos prefixados, de 24% a 31%; indexados a índices de preços, de 26% a 30%; atrelados à taxa over/Selic, de 32% a 38%; e vinculados a câmbio, de 7% a 11%. Em abril, esses percentuais atingiram, respectivamente, 22%, 23,6%, 29,6% e 0,8%.

Gráfico 3.33 – Juros nominais apropriados

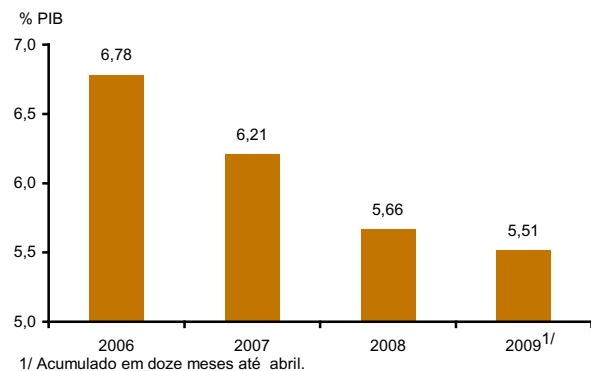


Tabela 3.8 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2007		2008		Abr 2009	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões		bilhões		bilhões	
Usos	71,5	2,8	57,2	2,0	22,1	2,4
Primário	-89,7	-3,5	-106,4	-3,7	-30,8	-3,3
Juros	161,2	6,2	163,7	5,7	52,8	5,7
Fontes	71,5	2,8	57,2	2,0	22,1	2,4
Financiamento interno	263,5	10,1	82,3	2,8	19,7	2,1
Dívida mobiliária	239,4	9,2	171,1	5,9	68,7	7,4
Dívida bancária	-4,4	-0,2	-92,9	-3,2	-48,1	-5,2
Outros	28,5	1,1	4,1	0,1	-0,9	-0,1
Financiamento externo	-192,0	-7,4	-25,0	-0,9	2,4	0,3

Gráfico 3.34 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}

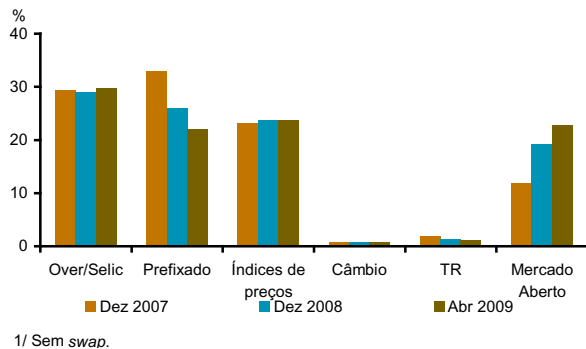
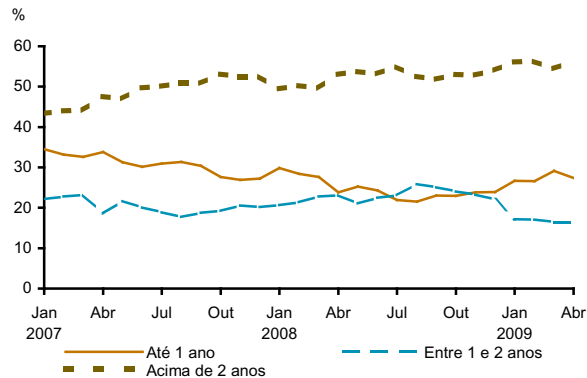


Gráfico 3.35 – Perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária



De acordo com o cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, 16,4% do total da dívida em abril apresentavam vencimento em 2009; 22,8%, em 2010; e 60,8%, a partir de janeiro de 2011. Este cronograma representa, portanto, redução nos prazos de vencimento em relação ao mesmo período de 2008, quando 15% da dívida venciam no mesmo ano; 22,1% no ano seguinte; e 62,8% a partir do segundo ano.

A estrutura de vencimentos para os títulos vincendos em 12 meses atingiu, em abril, 27,4%, situando-se na faixa de 25% a 29% estabelecida pelo PAF 2009. O prazo médio de vencimento da dívida atingiu 40,1 meses, inferior ao limite mínimo de 40,8 meses estabelecido no PAF 2009.

O resultado das operações de *swap* cambial, definido como a diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$1,4 bilhão no trimestre encerrado em abril, considerado o critério caixa. O resultado acumulado desde o início dessas operações, em 2002, é favorável ao Banco Central em R\$7,1 bilhões.

Dívida líquida e bruta

A DLSP atingiu R\$1.207,4 bilhões em abril, 41,4% do PIB, elevando-se 2,5 p.p. do PIB em relação ao final de 2008. A dívida líquida do Governo Central aumentou 2,5 p.p. do PIB no período, enquanto as relativas aos governos regionais e às empresas estatais mantiveram-se constantes (ver boxe "A Trajetória da Relação DLSP/PIB", página 61).

O aumento registrado na relação DLSP/PIB refletiu os impactos associados à apropriação dos juros nominais, 1,8 p.p. do PIB; ao ajuste decorrente da apreciação cambial, 0,7 p.p. do PIB; à variação da paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida, 0,4 p.p. do PIB; e ao recuo do PIB valorizado pelo IGP-DI Centrado, 0,7 p.p. do PIB, neutralizados, em parte, pela contribuição de 1,1 p.p. do PIB exercida pelo superávit primário acumulado no ano.

A parcela da dívida líquida indexada à taxa Selic aumentou de 58,2%, em dezembro de 2008, para 63,3% em abril, enquanto as participações da dívida líquida pré-fixada e da posição credora referenciada ao dólar recuaram, na ordem, de 35,3% para 29,6%, e de 30,3% para 26%, no mesmo período. Registraram-se, no período, emissões líquidas de

A Trajetória da Relação DLSP/PIB

O Projeto de Lei que altera a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2009, encaminhado ao Congresso Nacional, em maio, e o Decreto nº 6.867, publicado no mesmo mês, dispõem sobre a programação monetária e financeira do Poder Executivo Federal, introduzindo alterações importantes nas contas fiscais do país.

Nesse sentido, as empresas do Grupo Petrobras¹ passam a não ser consideradas no âmbito das estatísticas fiscais e a meta para o superávit primário do setor público em 2009, evidenciando esse fato e, ainda, o impacto da crise internacional sobre o nível de atividade e, conseqüentemente, sobre o nível da arrecadação, foi reduzida de 3,8% do Produto Interno Bruto (PIB) para 2,5% do PIB. Ressalte-se que esta redução considerou o objetivo de manutenção, no médio prazo, da trajetória decrescente da relação Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)/PIB, perspectiva fortalecida tanto pelo impacto do atual processo de flexibilização da política monetária, quanto pelo estabelecimento da meta do superávit primário para 2010 em 3,3%.

O objetivo deste boxe consiste em analisar o impacto de tais mudanças, em cenário de flexibilização da política monetária e de alteração das expectativas do mercado em relação à evolução das taxas de câmbio e dos índices de preços, sobre a dinâmica da relação DLSP/PIB em 2009 e no ano subseqüente. As projeções realizadas para o biênio consideram como parâmetros² as medianas das expectativas de mercado divulgadas no Boletim Focus do Banco Central.

1/ A exclusão da Petrobras das estatísticas fiscais mostra-se consistente com suas características específicas, tendo em vista que, tratando-se de uma das dez maiores empresas de petróleo do mundo, segue regras de governança corporativa similares às experimentadas pelas empresas privadas de capital aberto, possuindo autonomia para captar recursos nos mercados interno e externo. Ao deixar de compor os indicadores fiscais, a empresa assegura mais autonomia no gerenciamento de seus projetos de investimento, fundamentais para o desenvolvimento do país.

2/ Ver Tabela 1.

Tabela 1 – Parâmetros utilizados na projeção da relação DLSP/PIB^{1/}

	2008	2009	2010
PIB (taxa de crescimento anual - em %)	5,10	-0,57	3,50
IGP-DI (%)	9,11	1,53	4,50
IPCA (%)	5,90	4,40	4,30
Taxa Selic média (%)	12,48	9,84	9,13
Taxa de câmbio (R\$/US\$) – fim de período	2,34	2,00	2,00
Superávit primário (% PIB)	3,68	2,50	3,30

1/ Parâmetros dados pelo Boletim Focus, de 19.5.2009, exceto superávit primário.

Gráfico 1 – Dívida líquida do setor público

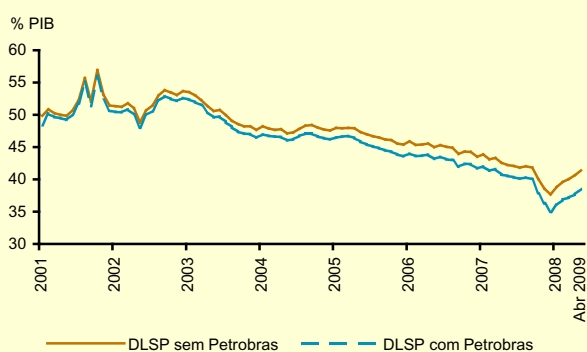
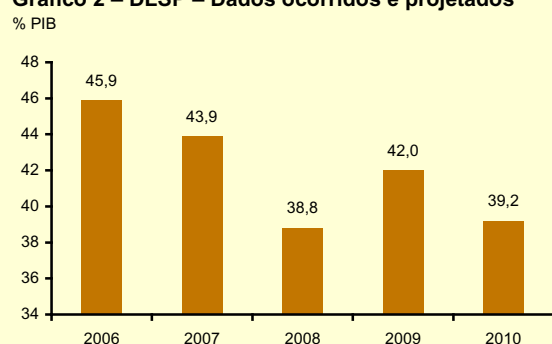
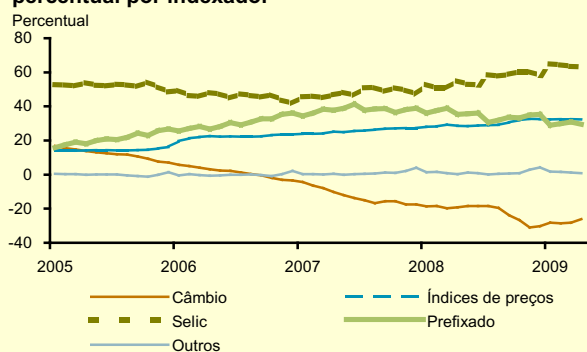


Gráfico 2 – DLSP – Dados ocorridos e projetados^{1/}



1/ Até 2008, dados ocorridos. Em 2009 e 2010, dados projetados.

Gráfico 3 – DLSP – Evolução da participação percentual por indexador



3/ A exclusão da Petrobras das estatísticas fiscais passou a ser realizada a partir de maio de 2009. A nova meta de superávit primário para o ano considera o novo conceito.

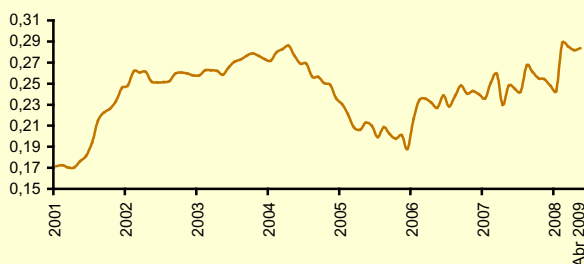
A trajetória da relação entre a DLSP e o PIB, com e sem a exclusão da Petrobras³, encontra-se expressa no Gráfico 1, que evidencia o movimento decrescente registrado, nos dois conceitos, entre os finais de 2003 e de 2008, quando os indicadores passaram a refletir, em especial, o impacto exercido pela crise internacional sobre a evolução da taxa de câmbio e do resultado primário consolidado do setor público. Vale mencionar que o patamar das referidas relações guarda estreita correspondência no período considerado, e que sua diferença reflete o saldo credor líquido registrado pela Petrobras, no período.

Considerando a reprogramação das metas fiscais e os parâmetros definidos na Tabela 1, a projeção da relação DLSP/PIB no biênio 2009-2010 registra elevação de 3,2 p.p. no primeiro ano, expressa no percentual de 42% alcançado em dezembro. Assinale-se que, embora apresente elevação em base anual, a relação deverá situar-se, em dezembro, em patamar semelhante ao observado em abril de 2009. A representatividade do endividamento líquido no PIB deverá retomar, em 2010, a trajetória decrescente registrada nos últimos anos, atingindo 39,2% em dezembro, conforme registrado no Gráfico 2.

A projeção da relação DLSP/PIB traduz, além das metas estipuladas para o resultado primário, sua sensibilidade às taxas de juros e de câmbio, e ao ritmo de crescimento do PIB.

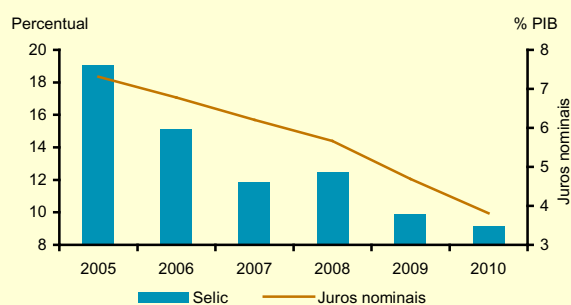
O efeito da flexibilização da política monetária sobre a evolução do indicador DLSP/PIB está associado, fundamentalmente, à composição da dívida, registrando relação direta com a participação dos títulos indexados à taxa Selic em seu total. Ressalte-se que, evidenciando tanto a confiança dos investidores nos fundamentos macroeconômicos do país quanto a política do governo no sentido de desvincular a dívida interna de movimentos cambiais, a parcela da DLSP indexada à taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) vem registrando aumento nos últimos anos, passando de 41,7%, em dezembro de 2006, para 63,3%, em abril de 2009, conforme observado no Gráfico 3.

Gráfico 4 – Sensibilidade da relação DLSP/PIB à taxa Selic^{1/}
p.p. PIB



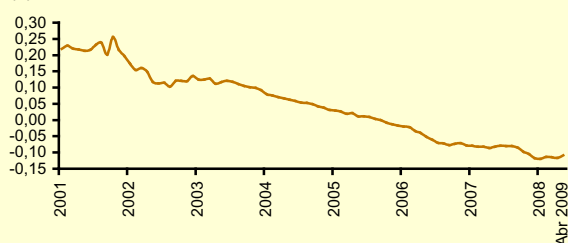
1/ Variação em doze meses na relação DLSP/PIB em função da variação positiva de 1 p.p. na taxa Selic.

Gráfico 5 – Juros nominais apropriados e taxa Selic^{1/}
Acumulado em doze meses



1/ Valores projetados em 2009 e 2010.

Gráfico 6 – Sensibilidade da relação DLSP/PIB ao câmbio^{1/}
p.p. PIB



1/ Variação na relação DLSP/PIB em função da desvalorização de 1% na taxa de câmbio (R\$/US\$).

Nesse contexto, uma variação de 1 p.p. na taxa Selic, considerada a hipótese de sua manutenção nos doze meses subsequentes, passou a proporcionar, em abril de 2009, movimento, em igual sentido, de 0,28 p.p. na relação DLSP/PIB, impacto 0,06 p.p. superior ao registrado em dezembro de 2006 (Gráfico 4).

Note-se, por outro lado, que dada a existência de parcela relevante da DLSP vinculada a índice de preços, 32,3% em abril de 2009, o impacto total da política monetária sobre sua dinâmica é complexo. Isto porque após momentos de contração (distensão) monetária a inflação tende a cair (subir), reduzindo (aumentando) os juros nominais incorporados à dívida.

Nesse cenário, a apropriação dos juros nominais acumulados em doze meses, que reflete, ainda, o processo de elevação nas taxas de juros observado nos três primeiros trimestres de 2008, passará, considerada a expectativa de mercado para a trajetória da taxa Selic, a registrar tendência declinante no decorrer de 2009 e de 2010, atingindo, na ordem, 4,7% do PIB – menor percentual desde 1997 – e 3,8% do PIB, ante 5,7% do PIB em 2008, conforme observado no Gráfico 5.

A suscetibilidade da DLSP às oscilações da taxa de câmbio reflete, a exemplo do observado em relação à taxa de juros, as mudanças experimentadas pela composição do endividamento líquido, que apresentava, até meados de 2006, parcela vinculada ao câmbio com saldo devedor líquido. Assim, uma depreciação de 1% na taxa de câmbio (R\$/US\$), que, ao final de 2004, determinava aumento de 0,08 p.p. na relação DLSP/PIB, passou a significar redução de 0,11 p.p. no indicador mencionado (Gráfico 6). O cenário de mercado projeta que o real deverá registrar apreciação de 14,4% em 2009, movimento responsável por variação de 1,4 p.p. na relação DLSP/PIB, e apresentar estabilidade em 2010, não exercendo portanto impacto sobre o indicador. Em 2008, a depreciação cambial atingiu 32%, respondendo por recuo de 2,6 p.p. do PIB no endividamento líquido.

A variação do PIB valorizado pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI)

Tabela 2 – Evolução da dívida líquida^{1/}

Fatores condicionantes

	% PIB		
	2008	2009	2010
DLSP – saldo	38,8	42,0	39,2
DLSP – variação	-5,0	3,2	-2,8
Fatores (fluxos acumulados no ano):	-1,6	4,2	0,4
NFSP	1,9	2,2	0,5
Primário	-3,6	-2,5	-3,2
Juros nominais	5,5	4,6	3,7
Ajuste cambial	-2,6	1,4	0,0
Dívida mobiliária interna cambial ^{2/}	0,1	-0,1	0,0
Dívida externa – metodológico	-2,7	1,5	0,0
Outros ajustes	-0,9	0,6	0,0
Dívida externa ^{3/}	-0,9	0,4	0,0
Reconhecimento de dívidas	0,0	0,2	0,0
Privatizações	-0,0	-0,0	0,0
Efeito crescimento PIB – dívida	-3,5	-1,0	-3,2

1/ Em 2009 e 2010, dados projetados.

2/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

Centrado deverá exercer contribuição negativa para a evolução da relação DLSP/PIB em 2009, de 1 p.p., e em 2010, de 3,2 p.p., comparativamente a -3,5 p.p., em 2008. As projeções refletem, naturalmente, o impacto relacionado às estimativas para crescimento real do produto e do IGP-DI.

Em síntese, a projeção relativa ao crescimento da relação DLSP/PIB em 2009 incorpora o efeito mais acentuado da redução da meta para o superávit primário e dos impactos da apreciação cambial estimada para o ano e da menor contribuição associada ao crescimento do PIB valorizado, em relação ao proporcionado pela redução na apropriação dos juros nominais. O recuo projetado para a relação em 2010, retornando a nível inferior ao assinalado anteriormente à crise, reflete o ambiente de recuperação na taxa de crescimento do produto e aumento do superávit primário. As contribuições individuais dos condicionantes da evolução da relação DLSP/PIB, no biênio, encontram-se na Tabela 2.

Vale mencionar, portanto, que a trajetória projetada para a relação DLSP/PIB, baseada fundamentalmente em parâmetros do mercado, ao assegurar a continuidade da redução do endividamento público no médio prazo, evidencia o caráter benigno das medidas fiscais adotadas pelo governo com o objetivo de fortalecer setores relevantes para a recuperação do nível da atividade interna, desde que essas sejam temporárias, como vêm sinalizando as autoridades responsáveis.

Gráfico 3.36 – Operações de swap e mercado aberto
R\$ bilhões

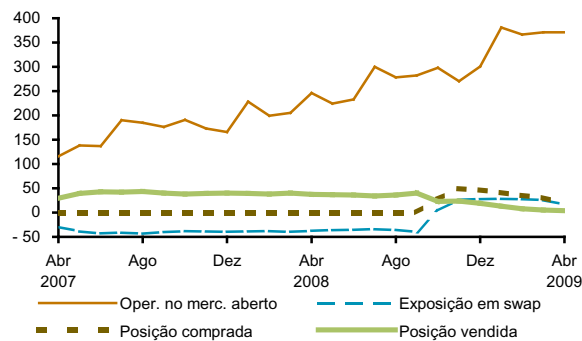


Tabela 3.9 – Evolução da dívida líquida

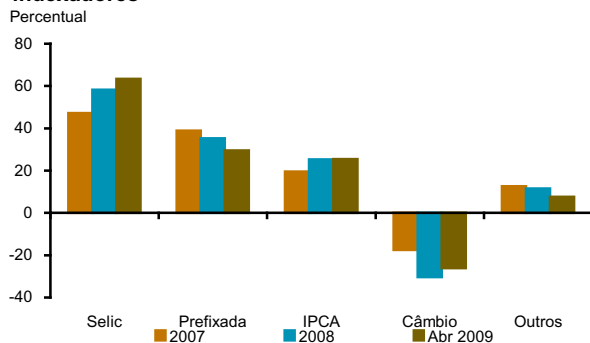
Fatores condicionantes

Discriminação	2007		2008		Abr 2009	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 200 799	43,9	1 153 631	38,8	1 207 377	41,4
Fluxos	Acumulado no ano					
Var. DLSP	88 098	-2,0	-47 168	-5,0	53 745	2,5
Fatores	88 098	3,2	-47 168	-1,6	53 745	1,8
NFSP	71 492	2,6	57 240	1,9	22 078	0,8
Primário	-89 730	-3,3	-106 420	-3,6	-30 760	-1,1
Juros	161 222	5,9	163 660	5,5	52 838	1,8
Ajuste cambial	21 016	0,8	-77 373	-2,6	20 735	0,7
Dív. interna ^{1/}	-2 432	-0,1	3 180	0,1	-915	0,0
Dív. externa	23 449	0,9	-80 553	-2,7	21 650	0,7
Outros ^{2/}	-2 516	-0,1	-26 404	-0,9	11 227	0,4
Reconhecimento de dívidas	-630	0,0	135	0,0	329	0,0
Privatizações	-1 265	0,0	-767	0,0	-624	0,0
Efeito crescimento PIB		-5,2		-3,5		0,7

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

Gráfico 3.37 – DLSP – Participação percentual por indexadores



R\$66,1 bilhões da dívida atrelada à taxa Selic e resgates líquidos de R\$74,8 bilhões na dívida pré-fixada.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que inclui o Governo Federal, a Previdência Social e os governos regionais, alcançou R\$1.797,1 bilhões em abril, 61,6% do PIB. O crescimento de 3,0 p.p. do PIB registrado em relação a dezembro refletiu, em especial, o impacto da incorporação dos juros nominais e do crescimento do PIB valorizado, contrabalançado, em parte, pelo ajuste cambial incidente sobre os débitos.

3.4 Conclusão

O mercado de crédito seguiu refletindo, no trimestre encerrado em abril, a retração observada no nível da atividade econômica, enquanto as taxas de juros permaneceram em trajetória declinante, principalmente nas modalidades destinadas a pessoas físicas, segmento em que a inadimplência registra relativa estabilidade, contrastando com as condições no segmento de pessoas jurídicas, onde a redução do custo dos empréstimos mostrou-se menos expressiva e a inadimplência, embora em patamar moderado, apresenta tendência crescente desde o início do ano. A perspectiva de manutenção da trajetória declinante das taxas de juros, consistente com a evolução da inadimplência e da taxa básica de juros, deverá favorecer o restabelecimento do mercado de crédito, condição indispensável à sustentação da recuperação econômica.

Vale mencionar que a evolução recente da atividade econômica esteve condicionada, em parte, ao impacto das medidas temporárias de desoneração fiscal implementadas em setores específicos, com vistas a estimular a demanda agregada. Nesse ambiente, a evolução das contas fiscais refletiu, no primeiro quadrimestre do ano, tanto o efeito da redução da atividade e das desonerações mencionadas sobre as receitas do governo, quanto o impacto, sobre as despesas, associado à política de investimentos públicos adotada com o objetivo de incentivar a recuperação do estoque de capital e da demanda agregada.

Ressalte-se que o impacto destas políticas anti-cíclicas sobre a trajetória de redução da relação DLSP/PIB, mesmo no cenário de recuo nas metas de superávit primário, deverá ser neutralizado pelo processo de flexibilização da política monetária, favorecendo a manutenção de sua tendência decrescente no médio prazo.

Tabela 3.11 – Evolução da dívida bruta do Governo Geral
Fatores condicionantes

Discriminação	2007		2008		Abr 2009	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida bruta						
– Saldo	1 542 852	56,4	1 740 888	58,6	1 797 074	61,6
Fluxos acumulados no ano						
Var. DBGG	206 207	1,2	198 036	2,2	56 186	3,0
Fatores	206 207	7,5	198 036	6,7	56 186	1,9
Necessid. fin.	222 097	8,1	158 976	5,4	64 282	2,2
Emissões líq.	42 958	1,6	-41 963	-1,4	- 280	0,0
Juros	179 139	6,5	200 938	6,8	64 562	2,2
Ajuste cambial	-27 462	-1,0	38 473	1,3	-10 855	-0,4
Div. interna ^{1/}	-2 432	-0,1	3 180	0,1	- 915	0,0
Div. externa	-25 029	-0,9	35 293	1,2	-9 940	-0,3
Outros ^{2/}	7 123	0,3	-2 662	-0,1	2 513	0,1
Reconhecimento						
de dívidas	4 448	0,2	3 250	0,1	247	0,0
Privatizações	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-6,3		-4,4		1,0

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

A trajetória da economia mundial no trimestre encerrado em maio, embora confirmasse a perspectiva, antecipada no Relatório de Inflação anterior, de continuidade do processo de redução severa da produção e do emprego, com desdobramentos negativos sobre o desempenho do PIB mundial, revelou sinais de que as políticas econômicas anti-cíclicas empreendidas em reação à intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais passaram a apresentar resultados favoráveis.

Nesse sentido, indicadores importantes apresentaram reversão de sua trajetória recente, registrando-se crescimento nos preços das *commodities* e nos índices de mercados acionários em diversos países. Em relação ao ritmo da atividade econômica, embora a evolução do PIB das principais economias desenvolvidas apresentasse acentuada retração no primeiro trimestre do ano, resultados mais recentes sugerem que o ritmo de contração da atividade na economia mundial estaria se reduzindo. Esse movimento pode ser observado nos EUA, onde ocorrem indicativos de estabilização do mercado imobiliário residencial, do consumo das famílias e de avanços nos ajustes do ciclo de estoques.

Neste cenário, em que as perspectivas de recuperação nas bolsas de valores e em segmentos específicos do mercado financeiro coexistem com o ambiente de continuidade de restrições ao crédito, fragilidade do consumo e reduções nas taxas de inflação, a postura dos bancos centrais das principais economias maduras e emergentes seguiu favorecendo a adoção de medidas que proporcionem a continuidade do caráter expansionista da política monetária, em diversos casos por meio de instrumentos não-convencionais que devem ser de uso temporário.

4.1 Atividade econômica

Refletindo os efeitos defasados da redução da riqueza das famílias, das condições ainda restritivas de acesso a

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

	Taxa % anualizada						
	2007		2008		2009		
	III	IV	I	II	III	IV	I
PIB							
Estados Unidos	4,8	-0,2	0,9	2,8	-0,5	-6,3	-5,7
Área do Euro	2,5	1,6	2,8	-1,0	-1,4	-6,8	-9,7
Reino Unido	2,4	3,6	1,6	-0,4	-2,8	-6,2	-7,4
Japão	0,8	1,8	3,4	-3,5	-2,5	-14,4	-15,2
Consumo das famílias							
Estados Unidos	2,0	1,0	0,9	1,2	-3,8	-4,3	1,5
Área do Euro	1,9	1,1	0,2	-1,2	0,2	-1,6	-1,9
Reino Unido	4,9	2,0	3,2	-1,5	-0,9	-4,1	-4,7
Japão	-1,0	0,6	5,8	-3,9	0,5	-3,2	-4,3
Investimento empresarial							
Estados Unidos	8,7	3,4	2,4	2,5	-1,7	-21,7	-36,9
Área do Euro ^{1/}	3,8	3,9	4,3	-5,2	-3,8	-16,1	-15,7
Reino Unido ^{1/}	1,2	14,3	-12,9	-2,3	-10,8	-5,4	-14,2
Japão	2	5	7	-11	-16	-24	-36
Investimento residencial							
Estados Unidos	-20,6	-27,0	-25,1	-13,3	-16,0	-22,8	-38,7
Área do Euro ^{2/}	-0,4	3,6	-8,0	-6,5	-6,5	-15,2	-2,0
Reino Unido	-4,3	-4,3	-14,2	-10,6	-17,8	-17,8	nd
Japão	-31,0	-36,8	20,7	-7,7	13,2	23,7	-20,0
Exportações de bens e serviços							
Estados Unidos	23,0	4,4	5,1	12,3	3,0	-23,6	-28,7
Área do Euro	7,1	2,9	6,5	-1,2	-2,3	-25,9	-28,8
Reino Unido	8,8	0,6	3,5	-6,0	0,8	-14,9	-22,1
Japão	11,3	7,8	9,8	-3,2	4,0	-47,1	-70,1
Importações de bens e serviços							
Estados Unidos	3,0	-2,3	-0,8	-7,3	-3,5	-17,5	-34,1
Área do Euro	8,5	-0,3	4,9	-3,2	4,3	-18,9	-25,7
Reino Unido	20,2	1,3	-0,9	-5,6	-0,6	-21,5	-21,5
Japão	-2,4	1,5	10,1	-15,7	6,3	13,1	-47,7
Produção manufatureira							
Estados Unidos	2,4	-	-1,2	-5,4	-9,2	-18,1	-21,9
Área do Euro	2,0	3,9	6,9	-7,3	-11,2	-23,4	-27,9
Reino Unido	-1,8	2,8	-1,4	-4,6	-6,8	-16,7	-19,4
Japão	6,8	3,6	1,1	-4,8	-12,3	-38,0	-63,3
Taxa de desemprego^{3/}							
Estados Unidos	4,7	4,9	5,1	5,6	6,2	7,2	8,5
Área do Euro	7,3	7,3	7,3	7,5	7,7	8,2	8,9
Reino Unido	5,3	5,2	5,2	5,4	5,8	6,3	7,1
Japão	4,0	3,7	3,8	4,1	4,0	4,3	4,8

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.

crédito, do contínuo aumento do desemprego e da redução da demanda final por bens e serviços, a contração econômica nas maiores economias desenvolvidas permaneceu severa no início de 2009. Esse quadro recessivo traduziu, em especial, a aceleração observada nas contrações anualizadas das taxas de investimentos, que atingiram patamar superior a 35% nos EUA e no Japão, no trimestre encerrado em março, em relação ao finalizado em dezembro.

O desempenho dos investimentos mostrou-se consistente tanto com a formação de expectativas associada à intensificação da crise internacional, quanto com o ambiente de redução do nível de utilização da capacidade instalada e dos lucros. Nesse cenário, embora o ritmo da retração experimentada pela economia norte-americana apresentasse alguma desaceleração no trimestre encerrado em março, o PIB daquele país registrou recuo anualizado de 5,7% no trimestre, enquanto os relativos ao Japão, aos países da Área do Euro e ao Reino Unido apresentaram retrações respectivas de 15,2%, 9,7% e 7,4%, todas superiores às assinaladas no último trimestre de 2008, neste tipo de comparação.

O desempenho relativamente mais favorável do PIB dos EUA refletiu o crescimento anualizado de 1,5% registrado pelo consumo das famílias no período – primeiro resultado positivo nos últimos três trimestres, evolução consistente com o impacto sobre a renda disponível derivado da redução do imposto sobre a renda, de aumentos salariais de funcionários públicos, de transferências da seguridade social e dos programas de renda do governo implementados desde janeiro. A análise mensal, embora revele arrefecimento destes gastos em março e abril, registra sua permanência em patamar superior ao relativo a dezembro de 2008. Contrastando com o desenvolvimento observado nos EUA, o consumo das famílias apresentou, nas demais economias desenvolvidas, contração anualizada mais acentuada no trimestre encerrado em março do que naquele finalizado em dezembro do ano anterior.

A retração da demanda nas economias do G-3 e do Reino Unido contribuiu para a deterioração da corrente do comércio internacional nestes países e nas demais economias mundiais. As exportações reais das maiores economias desenvolvidas registraram recuos anualizados superiores a 22% no trimestre encerrado em março, em relação ao finalizado em dezembro, situando-se, sempre, em patamar superior ao assinalado, no mesmo tipo de comparação, no trimestre encerrado em dezembro. Na Área do Euro, a retração das vendas externas alcançou 28,8%, enquanto a referente às importações atingiu 25,7%. Vale mencionar

Gráfico 4.1 – Varejo – Indicadores de estoques
EUA e Área do Euro

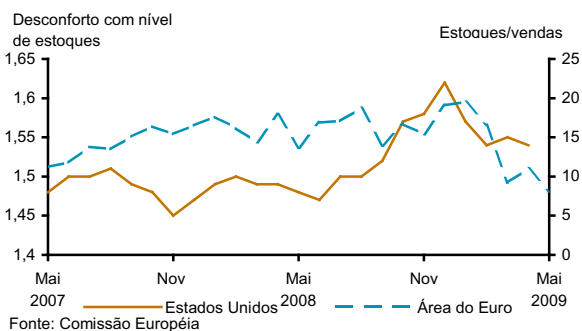
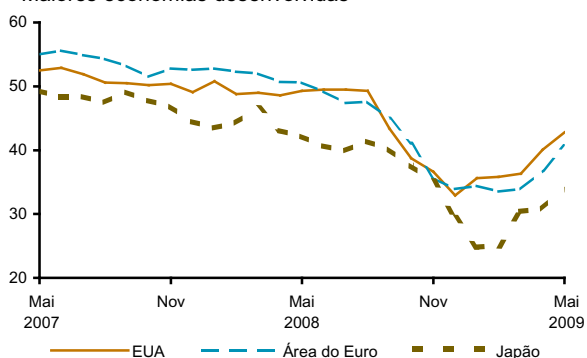


Gráfico 4.2 – PMI Manufatura
Maiores economias desenvolvidas



que os recuos, considerada a mesma base de comparação, observados nas importações dos EUA e do Japão, superando os registrados pelas respectivas exportações e apresentando aceleração no trimestre, proporcionaram, nos EUA, contribuição positiva de 2,2 p.p. para o crescimento anualizado do PIB, no trimestre finalizado em março. O ritmo de retração das compras externas do Reino Unido manteve-se estável nos trimestres considerados.

Os indicadores de estoques sugerem que as principais economias desenvolvidas apresentaram progresso no ajuste da oferta às condições da demanda. Nesse sentido o processo de redução dos estoques no varejo apresentou avanço importante nos EUA e, desde fevereiro, na Área do Euro, principais mercados consumidores mundiais. No âmbito da indústria, entretanto, apesar da acentuada contração experimentada pelo setor no primeiro trimestre, a adequação do nível de estoques havia se mostrado limitada, até março, quando indicadores de sentimento empresarial passaram a incorporar a possibilidade de recuperação das encomendas e, portanto, de ajuste dos estoques. A trajetória do nível de estoques nos três primeiros meses do ano resultou em contribuições importantes para a variação anualizada do PIB real do Reino Unido e dos EUA, ambas de -2,3 p.p., e da Área do Euro e do Japão, de, igualmente, -1 p.p., no trimestre encerrado em março.

A taxa de crescimento anualizado do PIB da China, em desaceleração desde o terceiro trimestre de 2007, atingiu 6,1% no trimestre encerrado em março, evidenciando o impacto mais acentuado da desaceleração no crescimento do consumo das famílias e da retração recorrente das exportações, em relação ao impulso proporcionado pelos investimentos previstos no plano de estímulo fiscal do governo e pela continuidade da flexibilização da política monetária. Ressalte-se que os incentivos fiscais para aquisição de automóveis e de utensílios domésticos, em cenário de aumento acentuado do desemprego urbano, atenuaram a desaceleração das vendas no varejo no primeiro trimestre e, mais recentemente, têm dado suporte à recuperação das taxas de crescimento desse componente da demanda. Considerada a ótica da oferta, indicadores relacionados à indústria revelam recuperação do setor – que representa aproximadamente 40% do PIB chinês – a partir de fevereiro, com desdobramentos favoráveis sobre as exportações da Coreia do Sul e Taiwan, importantes fornecedores de produtos intermediários para a indústria chinesa.

A retomada das exportações à China não evitou, entretanto, que as vendas externas destes países seguissem

Tabela 4.2 – Economias emergentes
Componentes do PIB e outros indicadores

	Taxa % [T/(T-4)]						
	2007		2008		2009		
	III	IV	I	II	III	IV	I
PIB							
Coréia do Sul ^{1/}	5,4	5,2	4,4	1,7	1,0	-18,8	0,2
China	13,0	12,0	10,6	10,1	9,0	6,8	6,1
Índia	8,8	9,4	9,0	8,2	7,8	4,8	4,1
Taiwan	7,0	6,4	6,2	4,6	-1,0	-8,6	-10,2
Consumo das famílias							
Coréia do Sul ^{1/}	3,7	1,6	4,5	-0,7	-0,1	-17,8	1,9
China	12,0	12,9	13,2	13,4	15,8	15,7	14,8
Índia	7,5	8,9	5,7	4,5	2,1	2,3	2,7
Taiwan	3,1	1,6	2,1	0,5	-2,1	-1,7	-1,4
Formação Bruta de Capital Fixo							
Coréia do Sul ^{1/}	-4,3	13,1	-6,4	0,4	0,2	-23,6	0,7
China	25,8	22,3	20,3	20,1	20,2	23,8	38,8
Índia	16,0	14,1	9,3	9,2	12,5	5,1	6,4
Taiwan	3,8	-0,8	3,7	-8,0	-11,8	-22,6	-33,8
Exportações de bens e serviços							
Coréia do Sul ^{1/}	7,0	28,9	-0,1	11,3	-1,6	-31,2	-15,6
China	24,8	18,3	17,2	17,1	18,3	4,4	-10,8
Índia	-4,8	6,1	12,6	25,6	24,3	7,1	-0,8
Taiwan	11,6	12,9	12,7	9,9	-0,6	-19,2	-27,2
Importações de bens e serviços							
Coréia do Sul ^{1/}	2,2	24,2	-3,0	12,3	4,3	-45,8	-30,4
China	21,2	22,1	15,6	17,1	10,6	-2,1	-3,8
Índia	-3,6	6,7	27,2	27,4	35,3	21,7	-5,7
Taiwan	7,3	5,8	9,6	0,2	-2,6	-21,4	-30,9
Produção manufatureira							
Coréia do Sul ^{1/}	11,3	16,1	7,3	0,3	-8,1	-56,9	-11,4
China	18,2	17,5	16,3	15,9	12,9	6,4	5,5
Índia	8,7	8,3	7,0	5,3	4,7	0,8	-0,9
Taiwan	9,8	13,5	12,6	7,1	0,5	-23,4	-32,4
Taxa de desemprego^{3/}							
Coréia do Sul ^{1/}	3,2	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	
China	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	nd	
Índia	nd	nd	nd	nd	nd	nd	
Taiwan	4,0	3,9	3,9	3,9	4,3	5,0	

Fonte: Thomson Financial

1/ Taxa de crescimento anualizada frente ao trimestre anterior.

2/ Crescimento das vendas no varejo.

3/ Taxa ao final do período.

4/ Desemprego urbano

em trajetória decrescente, com impactos negativos sobre os respectivos produtos. Na Coréia, o plano de estímulo econômico introduzido pelo governo proporcionou relativo crescimento da FBCF e recuperação do consumo das famílias, expressos na estabilidade registrada pelo PIB coreano no primeiro trimestre de 2009. Em Taiwan, a intensificação da redução da FBCF mostrou-se determinante para a aceleração na taxa de contração anualizada do PIB, que se situou em 10,2% no trimestre encerrado em março, ante a contração de 8,6% naquele finalizado em dezembro.

4.2 Política monetária e inflação

O impacto da recessão mundial sobre os preços das *commodities* agrícolas e da energia, em especial do petróleo, segue decisivo para a manutenção da trajetória declinante dos preços, expressa, ao longo do trimestre encerrado em maio, em deflação nos EUA, Japão, Suécia, Suíça e China, e, em desinflação no Reino Unido, Canadá, Área do Euro, Filipinas, Rússia e Chile.

Nesse cenário, os bancos centrais dos EUA, Suíça e Japão, atentos à possibilidade da ocorrência de um processo deflacionário mais duradouro e às necessidades de liquidez dos sistemas financeiros, ampliaram o caráter acomodaticio das respectivas políticas monetárias, inclusive com injeção de novos recursos. No mesmo sentido, objetivando estimular a demanda agregada e reduzir a taxa de desemprego, os bancos centrais das demais economias maduras e das economias emergentes, excetuando-se a China, intensificaram a política de redução de taxas de juros básicos, registrando-se, desde o início de março, cortes de 350 p.b. no Chile e de, igualmente, 225 p.b., no México, Peru e Turquia.

A variação acumulada em doze meses do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) dos EUA atingiu -0,75% em abril, menor taxa desde março de 1955, com ênfase nos recuos respectivos de 25,2% e 13,4% observados nos itens energia e transporte. As perspectivas de curto e médio prazos relacionadas à evolução do indicador, em ambiente de redução do Nuci, aumento da oferta de mão de obra, deflação de 3,74% nos preços percebidos pelos produtores no período de doze meses encerrados em abril, e de reduções nos preços de bens importados e de serviços, incorporam a continuidade do processo de deflação registrado no início deste ano. Nesse cenário, o *Federal Reserve* (Fed) manteve os limites da banda de flutuação da meta para os *Fed Funds* inalterados em 0% e 0,25%

Gráfico 4.3 – Índice de preços de commodities agrícolas

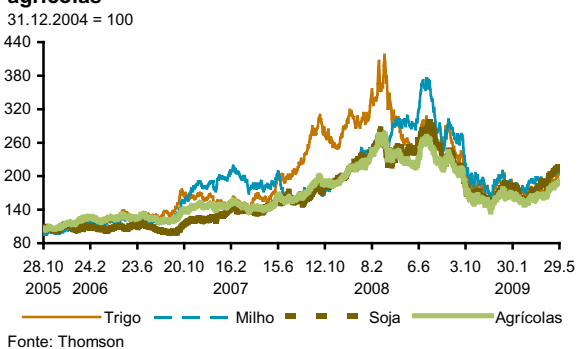


Gráfico 4.4 – Inflação de energia

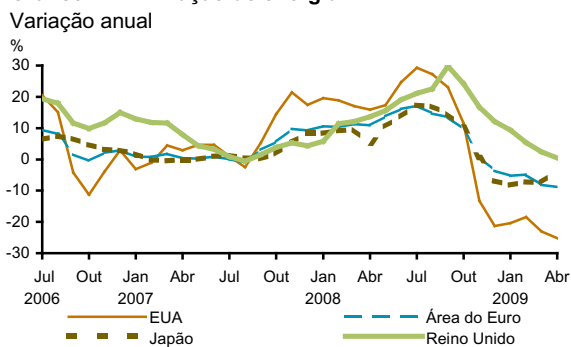


Gráfico 4.5 – Inflação ao consumidor

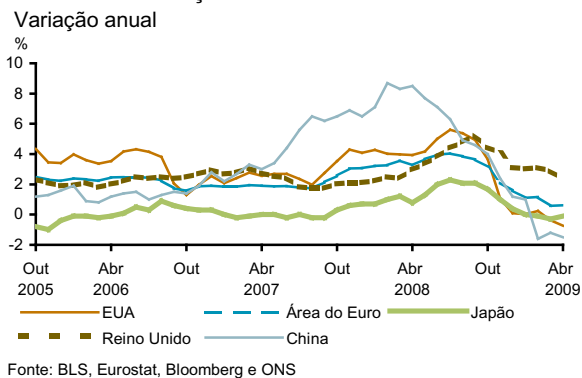
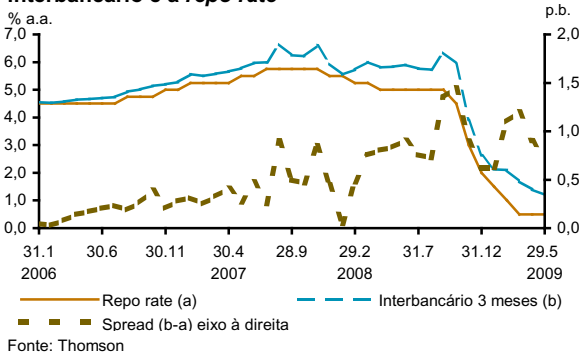


Gráfico 4.6 – RU: Spread entre os juros no interbancário e a repo rate



Objetivando favorecer as condições de crédito, reduzir o estresse nos mercados financeiros e viabilizar a recuperação do ritmo da atividade econômica, o Fed passou a realizar compras diretas de títulos de longo prazo do tesouro, iniciativa que poderá totalizar US\$300 bilhões, e intensificou os programas de assistência à liquidez. Nesse sentido, além de continuar realizando compras de ativos no âmbito do *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF), o Fed incluiu os *commercial mortgage-backed securities* (CMBS), inclusive os *legacy* CMBS (papéis emitidos antes do início do ano corrente), e títulos lastreados por *insurance premium finance loans* no rol dos colaterais aceitos pelo programa. Com o mesmo objetivo, a autoridade monetária estendeu para até cinco anos o prazo dos referidos empréstimos. Adicionalmente, para prover o mercado interno com liquidez em moeda estrangeira, o Fed anunciou, em conjunto com os bancos centrais da Inglaterra, Japão, Suíça e Área do Euro, o estabelecimento de linhas de *swap* de moedas, de, respectivamente, £30 bilhões, ¥10 trilhões, CHF40 bilhões e €80 bilhões, com vigência até 30 de outubro de 2009.

A variação acumulada em doze meses do índice de preços ao consumidor do Reino Unido, impactada pelo aumento de 7% assinalado nos preços dos alimentos, atingiu 2,3% em abril, situando-se, apesar do ambiente recessivo e do processo desinflacionário em curso no país, em patamar mais elevado do que o registrado em indicadores semelhantes das principais economias maduras. O Banco da Inglaterra (BoE), atento às expectativas de que, no médio prazo, a inflação possa situar-se abaixo da meta de 2%, manteve os juros básicos inalterados em 0,5%, menor taxa praticada em toda a história da instituição. No mercado financeiro, apesar da redução do *spread* entre os juros no interbancário e a *repo rate*, o BoE intensificou a política de aumento da oferta de moeda e crédito por meio da ampliação, em £50 bilhões, do volume de compras de títulos governamentais e corporativos, elevando a meta do programa para £125 bilhões.

Na Área do Euro, a variação em doze meses do índice de preços ao consumidor atingiu 0,6% em março e em abril, menor taxa da série histórica, ressaltando-se que as variações relativas aos itens alimentos e energia atingiram, na ordem, 1,54% e -8,7% em março, ante 6,73% e 29,3%, respectivamente, em julho de 2008, antes da intensificação da crise nos mercados financeiros. Em ambiente de inflação abaixo da meta de 2% e de nível de atividade econômica em patamar sensivelmente inferior ao potencial, o Banco Central Europeu (BCE) acentuou a política de cortes na taxa de juros básicos, fixando-a em 1% em maio, menor patamar histórico. Adicionalmente, a autoridade monetária anunciou que fará

Gráfico 4.7 – Taxas de juros oficiais

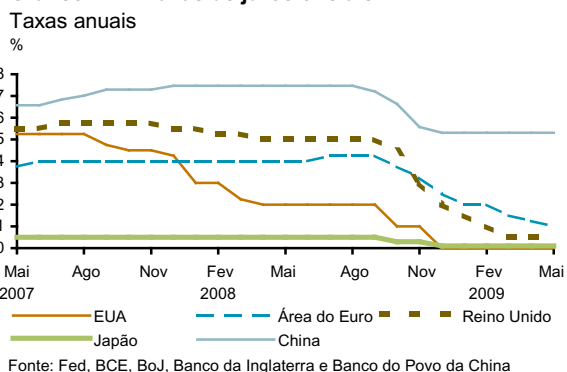


Gráfico 4.8 – Taxas de juros reais

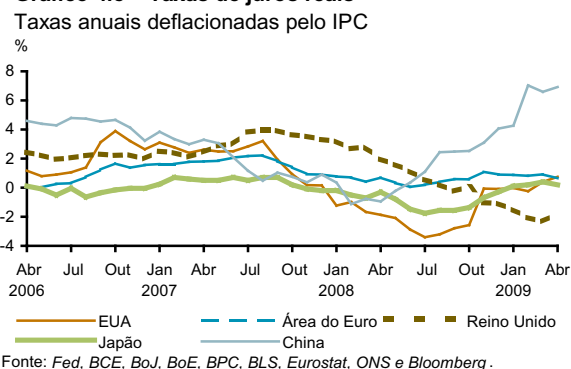


Tabela 4.3 – Baixas contábeis x capital levantado

	US\$ bilhões			
	Total desde 2007		Total desde 1.1.2009 ^{1/}	
	Baixas contábeis	Capital levantado	Baixas contábeis	Capital levantado
Mundo	1 481,4	1 234,0	151,6	297,6
Bancos	1 052,0	998,3	104,4	194,9
Seguradoras	243,4	128,1	14,4	31,6
GSEs ^{2/}	152,8	107,5	32,8	71,1
Américas	957,6	720,7	104,1	195,4
Bancos	583,0	497,0	58,7	95,5
Seguradoras	206,9	115,4	12,6	28,8
GSEs ^{2/}	152,8	107,5	32,8	71,1
Europa	462,7	440,4	41,1	81,5
Bancos	427,6	427,7	39,2	78,7
Seguradoras	35,1	12,8	1,8	2,8
Ásia	44,3	74,4	6,6	21,0
Bancos	42,8	74,4	0,0	21,0
Seguradoras	1,5	-	-	-

Fonte: Bloomberg

^{1/} Atualizado em 28 de Maio de 2009.

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

^{2/} Dados fornecidos pela Bloomberg, em 28.5.2009.

nova ampliação da liquidez de longo prazo, por meio da compra de *covered bonds* denominados em euro e emitidos na Área do Euro, em valor de até € 60 bilhões, e que, a partir de julho, incluirá o Banco Europeu de Investimento como contraparte nas operações de política monetária.

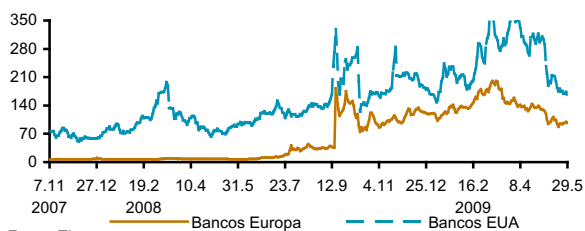
No Japão, após quatro trimestres consecutivos de retração econômica, a variação anual do índice de preços ao consumidor registrou o terceiro resultado negativo em sequência, atingindo -0,1% em abril. Nesse cenário, o Banco do Japão (BoJ) deu continuidade ao processo de afrouxamento quantitativo da política monetária por intermédio da compra direta de *commercial papers* e bônus do governo (JGB); ampliou o conjunto de colaterais aceitos em seus empréstimos; e anunciou que passará a aceitar títulos emitidos pelos governos dos EUA, Reino Unido, Alemanha e França como garantias elegíveis para as operações de financiamento.

Na China, a variação anual do índice de preços ao consumidor, em trajetória decrescente desde fevereiro de 2008, quando atingiu 8,7%, situou-se em -1,5% em abril, terceiro resultado negativo consecutivo, com ênfase nas reduções registradas nos preços dos itens alimentos e energia. Nesse cenário, mas considerando que a perda de dinamismo da atividade econômica no país, evidenciando o desempenho da demanda interna, não se mostrou tão intensa quanto em outras economias, o Banco do Povo da China (BPC) manteve inalteradas as taxas de juros básicos, em 5,31% a.a., e de recolhimento compulsório, em 14,5%. Adicionalmente, objetivando fortalecer a posição do *renmimbi* entre as moedas conversíveis, o BPC autorizou sua utilização em contratos comerciais internacionais e estabeleceu *swaps* cambiais para comércio com a Coreia do Sul, Hong Kong, Malásia, Indonésia, Bielorrússia e Argentina.

4.3 Mercados financeiros internacionais

Os bancos, companhias de valores mobiliários, seguradoras e empresas patrocinadas pelo governo (GSE), acumularam, desde o início de 2007², perdas e baixas contábeis de US\$1,48 trilhão, ante absorção de US\$1,23 trilhão em capital novo. Ressalte-se que estes fluxos representaram, na ordem, US\$365 bilhões e US\$281 bilhões no trimestre encerrado em maio.

Gráfico 4.9 – Prêmios CDS 5 anos – Principais bancos^{1/}
p.b.

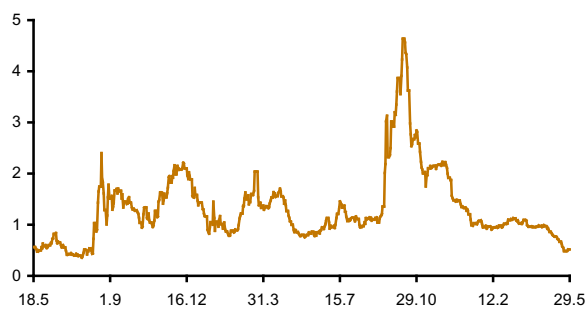


Fonte: Thomson

^{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 4.10 – TED Spread

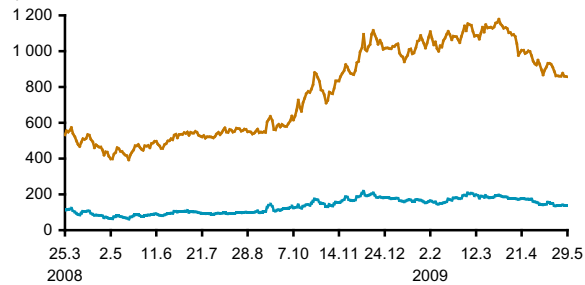
p.b.



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.11 – iTraxx Europa – séries 8,9 e 10

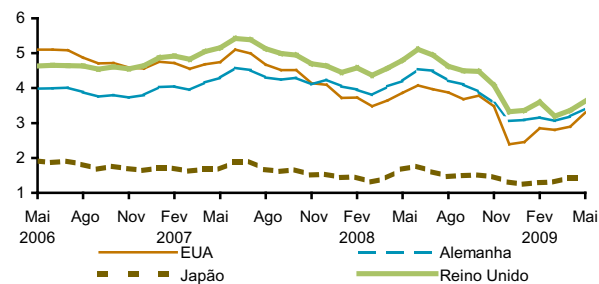
p.b.



Fonte: Thomson

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

% a.a.



Fonte: Bloomberg

^{1/} Média mensal dos rendimentos nominais dos títulos de dez anos, até 27 de fevereiro de 2009.

Os prêmios médios dos *Credit default swap* (CDS), que medem o custo de garantias contra *defaults*, inverteram a tendência de alta observada até o último Relatório de Inflação. Nesse sentido, os indicadores relativos a cinco importantes bancos dos EUA e a cinco importantes bancos europeus, selecionados sob a ótica do total de ativos, recuaram de 245 p.b. e 169 p.b., respectivamente, ao final de fevereiro, para 172 p.b. e 99 p.b., ao final de maio.

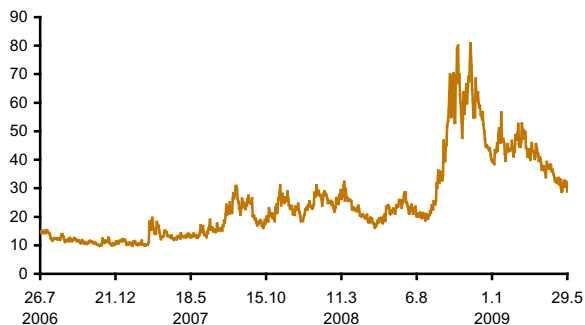
O aumento da confiança no setor bancário dos EUA refletiu tanto a interrupção da trajetória de prejuízos trimestrais apresentada por bancos norte-americanos importantes, quanto a divulgação dos resultados dos testes de estresse realizados pela *Supervisory Capital Assessment Program* (SCAP), que envolveram as 19 maiores instituições financeiras do país e revelaram que sua necessidade adicional de capital para enfrentar o cenário macroeconômico mais adverso atinge US\$75 bilhões, valor menor que projetado inicialmente. Adicionalmente, alguns grandes bancos anunciaram dispor de recursos para reembolsar os empréstimos consignados no âmbito do *Troubled Asset Relief Program* (TARP).

Refletindo os efeitos da política expansionista implementada pelo Fed e dos programas de ajuda ao sistema bancário do governo norte-americano, as condições de liquidez do sistema financeiro registraram melhora relevante nos últimos meses. Nesse sentido, a *TED spread* – diferença entre a *Treasury Bill* de três meses, taxa de curto prazo livre de risco, e a *libor* no mesmo prazo, taxa de curto prazo com risco – recuou de 101 p.b., em 27 de fevereiro, para 52 p.b., ao final de maio, atingindo o menor nível desde agosto de 2007.

Na Europa, o *iTraxx Crossover*, que representa o prêmio exigido para garantir empréstimos de companhias europeias consideradas de alto risco, e o *iTraxx IG*, que representa o prêmio exigido para companhias classificadas como grau de investimento, atingiram, na ordem, 857 p.b. e 139 p.b. ao final de maio, registrando recuos respectivos de 225 p.b. e 42 p.b. em relação ao final de fevereiro, e situando-se no patamar mais reduzido do ano.

Os rendimentos dos papéis de longo prazo das principais economias maduras, evidenciando o aumento das preocupações sobre a sustentabilidade das respectivas contas fiscais e certa reversão do movimento de fuga para qualidade, associada à redução no ritmo de deterioração das condições macroeconômicas, registram aumento entre os finais de fevereiro e de maio. Nesse sentido, os rendimentos

Gráfico 4.13 – VIX

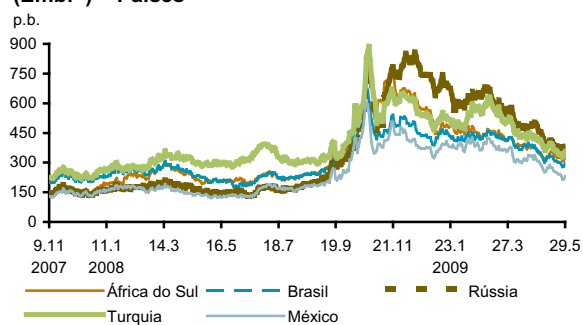


Fonte: Thomson

dos papéis de dez anos da Alemanha, EUA, Japão e Reino Unido apresentaram elevações respectivas de 48 p.b., 45 p.b., 21 p.b. e 12 p.b., no período, situando-se, na ordem, em 3,59%, 3,46%, 1,49% e 3,75%, ao final de maio.

O índice *Chicago Board Options Exchange* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do *Standard and Poor's* (S&P 500), recuou de 46,4 pontos, ao final de fevereiro, para 28,9 pontos, ao final de maio, ante 31,7 pontos em meados de setembro de 2008. Vale mencionar que a média do indicador relativa a 2007, antes do acirramento da crise nos mercados financeiros, alcançou 17,5 pontos.

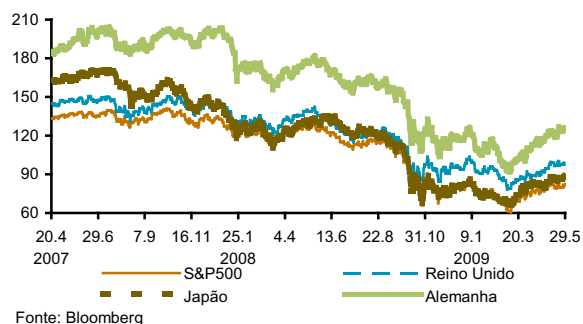
Gráfico 4.14 – *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) – Países



Fonte: Bloomberg

O *Emerging Market Bond Index Plus* (Embi+), indicador de risco associado a mercados emergentes, atingiu 459 p.b. ao final de maio, ante 639 p.b. em 27 de fevereiro. Esta redução refletiu os recuos assinalados nos indicadores relativos à Rússia, 261 p.b.; Turquia, 194 p.b.; México, 138 p.b.; e Brasil, 127 p.b., revelando, tanto a redução da aversão ao risco e a recuperação dos preços das *commodities*, quanto o aumento, de US\$250 bilhões para US\$750 bilhões, dos recursos disponíveis na Linha de Crédito Flexível (FCL) do FMI a países que mantenham políticas macroeconômicas sólidas. Ressalte-se que o aumento de recursos mencionado reduz a probabilidade da ocorrência de eventos de *default* soberano que poderiam realimentar a crise financeira e restringir os fluxos de capital para mercados emergentes.

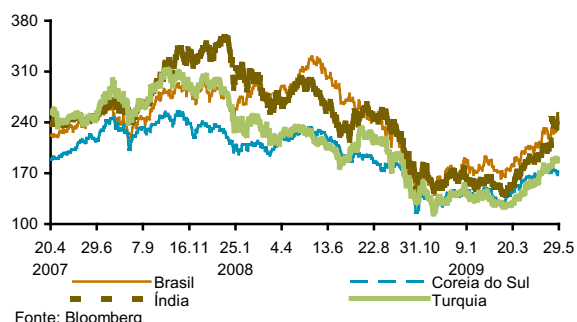
Gráfico 4.15 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão
31.12.2003 = 100



Fonte: Bloomberg

A melhoria nas condições de liquidez, a redução da aversão ao risco e os resultados recentes do sistema bancário impulsionaram os mercados acionários em todo o mundo. Nesse sentido, os índices DAX, da Alemanha; Nikkei, do Japão; S&P500, dos EUA; e FTSE 100, do Reino Unido registraram aumentos respectivos de 28,5%, 25,8%, 25% e 15,3% entre os finais de fevereiro e de maio, acumulando, na ordem, variações de 2,7%, 7,5%, 1,8% e -0,4%, no ano.

Gráfico 4.16 – Bolsas de valores: Mercados emergentes
31.12.2003 = 100



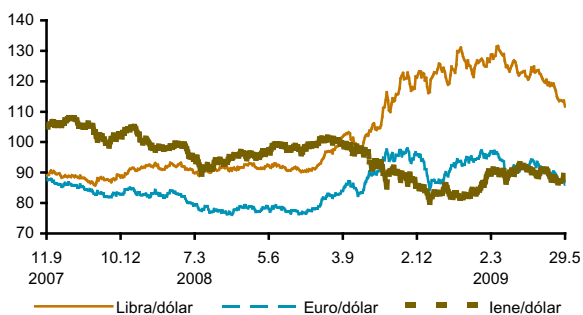
Fonte: Bloomberg

Os mercados acionários das economias emergentes, beneficiados pela recuperação nos preços das *commodities*, apresentaram, igualmente, desempenho favorável no trimestre encerrado em maio. Os índices Kospi, da Coreia do Sul; Ibovespa, do Brasil; XU100, da Turquia; e Sensex, da Índia, registraram aumentos respectivos de 31,3%, 39,3%, 45,7% e 64,5%, no trimestre, acumulando, na ordem, ganhos de 24,1%, 41,7%, 30,3% e 51,6%, no ano.

Em oposição à tendência observada no último relatório de inflação, o dólar registrou, no trimestre finalizado em maio, trajetória de depreciação em relação às moedas das principais economias maduras e emergentes. Nesse

Gráfico 4.17 – Cotações do dólar

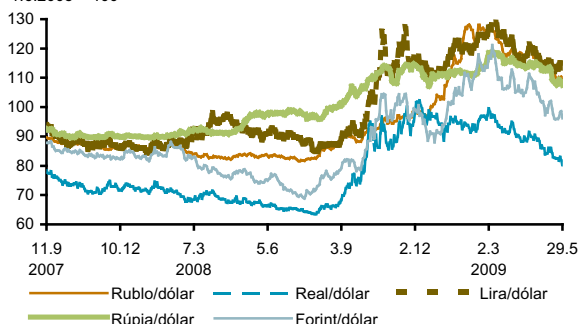
1.6.2005 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.18 – Moedas de países emergentes

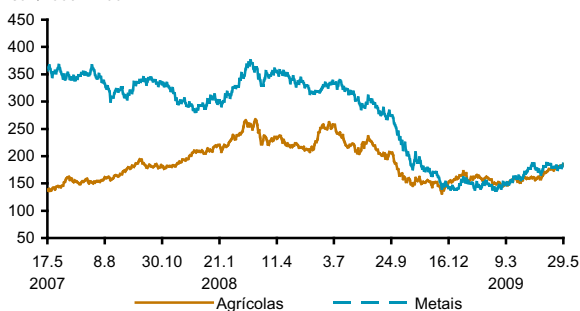
1.6.2005 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.19 – Índice de preço de commodities

Jan/2003 = 100



Fonte: S&P GSCI

sentido, a cotação da moeda dos EUA recuou em relação ao iene, 2,3%; ao euro, 10,5%; e à libra esterlina, 11,6%. Adicionalmente, registrou depreciações respectivas de 8%, 9,8%, 13,8% e 17,4%, ante a rúpia indiana, a lira turca, o rublo russo e o real.

4.4 Commodities

Evidenciando a melhora nas expectativas quanto ao desempenho da atividade econômica, a depreciação do dólar³ e a retomada das importações da China⁴, as cotações internacionais das *commodities* apresentaram, de acordo com o índice *Commodity Research Bureau* (CRB), elevação média de 16,2% entre os finais de fevereiro e de maio, situando-se em patamar 24,8% inferior ao valor máximo assinalado em 2 de julho de 2008. Considerando as médias dos trimestres encerrados em maio de 2009 e do ano anterior, a redução do CRB atingiu 28,3%.

De acordo com o índice S&P GSCI da *Standard & Poor's* em conjunto com o *Goldman Sachs*, o aumento registrado pelas cotações das *commodities* entre os finais de fevereiro e de maio totalizou 31,8%, reflexo das elevações assinaladas nos segmentos de *commodities* agrícolas, 23,5%, energéticas, 39%, e metálicas, 28,8%. Vale mencionar que, de acordo com a *London Metal Exchange* (LME), registraram-se, nesse período, elevações generalizadas nos preços das principais *commodities* metálicas, com ênfase para as variações relativas a zinco, 39,8%; níquel, 39,7%; alumínio, 7,5%; e cobre, 40,7%.

O aumento experimentado pelos preços das *commodities* agrícolas entre os finais de fevereiro e de maio refletiu, além da ampliação das importações chinesas, a redução da produção de grãos na América Latina, decorrente da estiagem que afetou severamente a produção argentina, e o atraso do plantio da safra 2009/2010 nos EUA, também influenciado por adversidades climáticas. Considerando os contratos futuros para primeira entrega, registraram-se, nesse período, elevações generalizadas nas cotações das principais *commodities* agrícolas, com ênfase nas relativas ao trigo, 24,8%; milho, 24,4%; e soja, 35,4%, negociados na *Chicago Board of Trade*; e ao café, 25,5%; e açúcar, 15,7%, negociados na *Intercontinental Exchange* de Nova York. O preço do açúcar segue, desde dezembro de 2008, afetado pela

3/ Entre 27 de fevereiro e 29 de maio, a moeda norte-americana apresentou desvalorização de 10% frente a uma cesta de seis moedas (Euro, Yen, Libra, Dólar Canadense, Coroa Sueca e Franco Suíço), incentivando, dessa forma, a busca de proteção por meio de contratos futuros de commodities.

4/ As importações chinesas de alumínio, soja, cobre e minério de ferro registraram expansões respectivas de 173,5%, 60,9%, 54,7% e 33,6% no trimestre encerrado em abril, em relação a igual período de 2008.

quebra de safra na Índia, tendo registrado, em 26 de maio, o patamar mais alto dos últimos trinta e quatro meses.

4.4.1 Petróleo

As cotações internacionais dos barris de petróleo WTI e *Brent* elevaram-se, na ordem, 48,1% e 44,7% entre os finais de fevereiro e de maio, quando atingiram US\$66,31 e US\$64,98, respectivamente, situando-se em patamar semelhante ao observado na segunda quinzena de outubro de 2008. Esta evolução esteve associada à melhora nas perspectivas em relação ao cenário econômico global, à depreciação do dólar e à pressão da demanda chinesa.

De acordo com o Departamento de Energia dos EUA (DOE), o preço médio do barril de petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) deverá registrar relativa estabilidade no segundo semestre do ano, no patamar de US\$66. O DOE projeta, ainda, recuo anual de 2,5% na oferta mundial de óleo cru, com ênfase na previsão de redução de 8,4% na produção da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep). Adicionalmente, é projetada retração anual de 2,1% para o consumo mundial de petróleo, ressaltando-se o recuo de 4,2% estimado no âmbito dos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

4.5 Conclusão

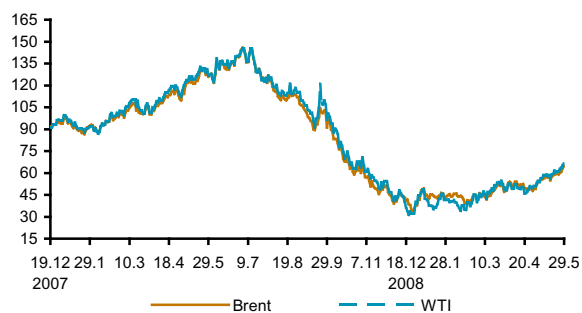
A coordenação adequada das medidas de estímulo fiscal e monetário implementadas nas principais economias, maduras e emergentes, se traduziu em melhora nos indicadores relacionados à confiança de consumidores e empresários, com desdobramentos favoráveis, na margem, sobre a evolução dos indicadores do setor real.

Embora persistam incertezas a respeito dos fundamentos da economia mundial, os principais indicadores dos mercados financeiros apresentaram trajetória benigna no trimestre encerrado em maio, com ênfase no impacto da redução da aversão ao risco sobre os preços de ativos e as taxas de juros para tomadores finais de crédito. Vale mencionar, ainda, as perspectivas favoráveis da relativa distensão nas condições de crédito internacional para uma possível retomada da atividade econômica mundial.

Ressalte-se, entretanto, que no âmbito das condicionalidades para a efetiva estabilização da atividade

Gráfico 4.20 – Petróleo - Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

econômica mundial, seguem pendentes a conclusão do ciclo de ajuste dos estoques e a consolidação do processo de sustentação do consumo, em especial nas principais economias desenvolvidas.

O desempenho das contas externas do país no decorrer do ano tem-se mostrado mais favorável do que o sugerido pelo ambiente macroeconômico que sucedeu a intensificação da crise nos mercados financeiros, com ênfase na capacidade de ajuste das transações correntes. A balança comercial, embora registrando significativa redução na corrente de comércio, mantém superávit acima do observado em igual período de 2008, enquanto a conta de rendas, responsável por parcela expressiva do ajuste, apresenta resultados mais vinculados ao ciclo econômico doméstico. Em relação à conta financeira, ressalte-se o retorno dos ingressos líquidos de investidores estrangeiros em títulos de renda fixa e em ações, enquanto os IED permanecem apresentando fluxos relevantes e suficientes para o financiamento integral das transações correntes.

A redução do estresse nos mercados financeiros internacionais observada nos últimos meses, evidenciada em retrações na aversão ao risco e nos indicadores de volatilidade, favoreceu a recuperação dos superávits no mercado cambial doméstico, permitindo que o Banco Central retomasse, a partir de maio, a política de acumulação de reservas. A taxa de câmbio nominal registrou apreciação nos últimos meses e o indicador do risco-país, que atingira 688 p.b. em 23 de outubro de 2008, retornou a patamares observados antes do agravamento da crise financeira internacional, chegando a 285 pontos, em 19 de junho.

As projeções para o balanço de pagamentos, apresentadas neste Relatório, mantêm expectativa de condições adequadas de financiamento das contas externas no ano. As alterações registradas nessas projeções, detalhadas em boxe específico, decorreram da incorporação de resultados ocorridos até maio, incluindo intervenções líquidas efetuadas pelo Banco Central em mercado, e da nova posição de endividamento externo, referente a março.

5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio contratado, após registrar saídas líquidas de US\$3 bilhões no trimestre encerrado em março, apresentou ingressos líquidos de US\$4,6 bilhões no bimestre finalizado em maio, resultando em superávit de US\$1,6 bilhão nos cinco primeiros meses do ano, ante US\$15,8 bilhões em igual período de 2008.

Os ingressos líquidos no segmento comercial, refletindo reduções respectivas de 24,7% e de 14% nas contratações de exportações e de importações, atingiram US\$13 bilhões, recuando 47,8% no período. O segmento financeiro registrou saídas líquidas de US\$11,4 bilhões, ante US\$9 bilhões nos primeiros cinco meses de 2008, evidenciando reduções nas compras, 36,6%, e nas vendas de moeda estrangeira, 33,4%.

Em maio, o Banco Central retomou as compras de divisas no mercado à vista de câmbio com o objetivo de fortalecer as reservas internacionais, atuação interrompida em setembro do ano passado em função do acirramento da crise financeira internacional. No mês, foram liquidadas intervenções de compra de US\$2,7 bilhões. No ano, o Banco Central realizou vendas líquidas de US\$693 milhões no mercado *spot*.

A posição comprada de câmbio dos bancos, que recuara de US\$1 bilhão, em dezembro de 2008, para US\$145 milhões em março, atingiu US\$1,3 bilhão ao final de maio.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2008			2009	
	Mai	Jan- Mai	Ano	Mai	Jan- Mai
Comercial	2,9	24,9	47,9	1,6	13,0
Exportação	14,7	78,5	188,0	12,4	59,1
Importação	11,8	53,7	140,1	10,8	46,2
Financeiro ^{1/}	-2,8	-9,0	-48,9	1,6	-11,4
Compras	33,9	166,6	421,2	27,5	105,6
Vendas	36,7	175,6	470,1	26,0	117,0
Saldo	0,1	15,8	-1,0	3,1	1,6

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

5.2 Comércio de bens

Os resultados da balança comercial refletiram, nos primeiros cinco meses do ano, o impacto da recessão experimentada pela economia mundial sobre os fluxos de comércio externo. Nesse ambiente, as exportações totalizaram US\$55,5 bilhões e as importações, US\$46,1 bilhões, representando retrações respectivas de 23% e de 27,4% em relação a igual período de 2008, o que resultou em aumento de 9,3% no saldo comercial. A corrente de comércio reduziu-se 25%, no período.

O superávit comercial atingiu US\$2,6 bilhões em maio. O recuo de 34,9% registrado em relação a igual mês do ano anterior traduziu retrações respectivas de 38,7% e de 37,9% nos valores médios diários das compras e das

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Período		US\$ milhões			
		Exportação	Importação	Saldo	Corrente de comércio
Jan-mai	2009	55 484	46 111	9 373	101 595
Jan-mai	2008	72 051	63 478	8 573	135 529
Var. %		-23,0	-27,4	9,3	-25,0

Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB
Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões		
	2008	2009	Var. %
Total	706,4	549,3	-22,2
Básicos	239,4	223,9	-6,5
Industrializados	448,0	314,2	-29,9
Semimanufaturados	98,1	71,0	-27,7
Manufaturados	349,9	243,2	-30,5
Operações especiais	19,0	11,3	-40,6

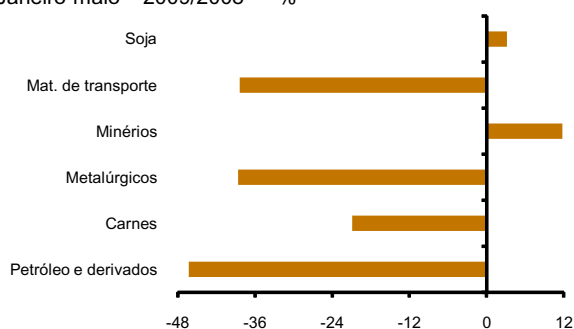
Fonte: MDIC/Secex

vendas externas. Vale mencionar que estes percentuais estão distorcidos pelo efeito da regularização, em maio de 2008, dos registros relativos a operações cursadas em março e abril daquele ano, período em que os auditores fiscais aduaneiros realizaram operação-padrão.

Considerados valores acumulados de janeiro a maio e, portanto, eliminada a distorção mencionada, a média das exportações registrou redução em todas as categorias de fator agregado, em relação a igual período de 2008. Os embarques de produtos básicos apresentaram a menor retração no período, 6,5%, resultando em aumento de 6,9 p.p., para 40,8%, de sua participação nas exportações, enquanto a relativa a manufaturados, evidenciando o recuo de 30,5% nestes embarques, decresceu 5,3 p.p., para 44,3%. Adicionalmente, as exportações de semimanufaturados decresceram 27,7%, enquanto a sua participação no total das vendas externas reduziu-se em 1 p.p., ao atingir 12,9%.

Em relação aos produtos básicos, ressalte-se, no período, o crescimento nos valores médios diários dos embarques de minério de ferro, 21,3%; fumo em folhas, 19,3%; e soja em grão, 12,8%, enquanto os relativos a petróleo, carne bovina e carne de frango registraram recuos respectivos de 40,2%, 31,4% e 19,7%. O desempenho das vendas médias de semimanufaturados refletiu, em especial, as retrações nos embarques de semimanufaturados de ferro ou aço, 57,6%; couros e peles, 55,3%; e ferro fundido, 38,5%, contrastando com o aumento de 83,6% nos referentes a açúcar em bruto, beneficiados pela redução na produção da *commodity* na Índia, Austrália e China.

Gráfico 5.1 – Exportações por principais setores
Janeiro-maio – 2009/2008^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex
1/ Variação do valor sobre igual período do ano anterior.

O desempenho das exportações de bens manufaturados esteve associado ao impacto dos recuos observados nas vendas médias diárias de óleos combustíveis, 58,8%; veículos de carga, 47,8%; laminados planos de ferro e aço, 41,2%; e autopeças, 40%; neutralizado, em parte, pelo crescimento de 23% nos embarques de açúcar refinado.

As exportações médias diárias dos seis setores mais representativos da pauta exportadora responderam, em conjunto, por 56,4% das vendas externas nos cinco primeiros meses do ano, registrando-se reduções, em relação a igual período de 2008, nos embarques relativos aos setores petróleo e derivados, 46,3%; carnes, 20,9%; metalúrgicos, 38,7%; e materiais de transporte, 38,4%, e aumentos nos referentes ao segmento minérios, 11,8%, e soja, 3,2%.

A média diária das importações reduziu-se 26,6% nos cinco primeiros meses do ano, em relação a igual

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

Discriminação	US\$ milhões		
	2008	2009	Var. %
Total	622,3	456,5	-26,6
Bens de capital	129,4	115,8	-10,5
Matérias-primas	304,3	209,2	-31,3
Naftas	11,0	5,5	-50,1
Bens de consumo	78,3	74,9	-4,3
Duráveis	43,4	37,0	-14,6
Automóveis de passageiros	17,6	16,0	-9,2
Não duráveis	34,9	37,9	8,5
Combustíveis e lubrificantes	110,3	56,6	-48,7
Petróleo	59,2	28,0	-52,8

Fonte: MDIC/Secex

período de 2008, reflexo do impacto dos recuos observados nas compras de combustíveis e lubrificantes, 48,7%, evidenciando a retração de 52,8% registrada nas cotações internacionais do petróleo, no período; matérias-primas e produtos intermediários, 31,3%; bens de consumo duráveis, 14,6%; e bens de capital, 10,5%. Em sentido oposto, as aquisições médias diárias de bens de consumo não-duráveis elevaram-se 8,5%, no período.

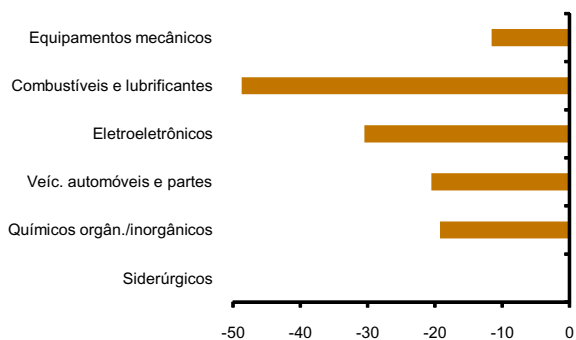
A redução nas importações de matérias-primas e produtos intermediários, que representaram 45,8% das importações do período, ante 48,9% nos cinco primeiros meses de 2008, refletiu, em grande parte, as retrações observadas nas compras de produtos minerais, 38,3%; partes e peças de produtos intermediários, 32,1%; e produtos agropecuários não alimentícios, 29,2%. Vale mencionar que a trajetória das aquisições de matérias-primas e produtos intermediários evidencia a evolução recente da produção industrial, indicador estreitamente correlacionado com o desempenho desta categoria de uso.

A retração nas compras de bens de capital refletiu, em especial o impacto dos recuos assinalados nas aquisições de máquinas e aparelhos de escritório e serviço científico, 28,9%; e partes e peças para bens de capital para a indústria, 30,8%, neutralizado, em parte, pelos aumentos respectivos de 7,7% e 30,7% registrados nas importações de maquinaria industrial e de equipamento móvel de transporte, estas beneficiadas pelas aquisições de aviões por companhia área nacional.

O recuo das importações de bens de consumo duráveis esteve associado, fundamentalmente, ao desempenho negativo das compras de automóveis, que decresceram 9,2% no período, passando a responder por 43,1% das aquisições desta categoria de uso. Adicionalmente, as importações de máquinas e aparelhos de uso doméstico e de partes e peças para bens de consumo não-duráveis, reduziram, na ordem, 32% e 23,4%.

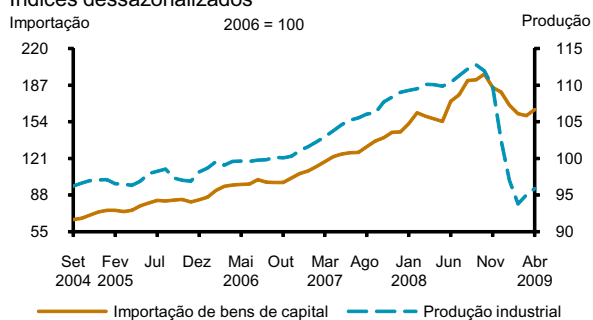
As aquisições médias diárias dos seis principais setores importadores, respondendo por 61,2% do total das importações nos cinco primeiros meses do ano, apresentaram recuo generalizado em relação a igual período de 2008, excetuando-se as relativas ao setor siderúrgico, que permaneceram estáveis. As compras de combustíveis e lubrificantes decresceram 48,7%; seguindo-se as relativas a eletroeletrônicos, 30,5%; veículos automóveis e partes, 20,5%; produtos químicos orgânicos e inorgânicos, 19,2%; e equipamentos mecânicos, 11,6%.

Gráfico 5.2 – Importações por principais setores
Janeiro-maio – 2009/2008^{1/} – %



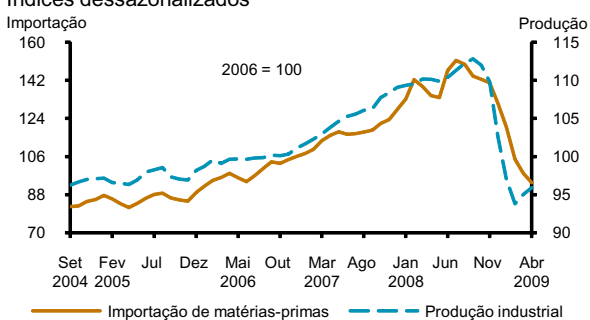
Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.3 – Importação de bens de capital x produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados



Fontes: Funcex e IBGE

Gráfico 5.4 – Importação de matérias-primas x produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados



Fontes: Funcex e IBGE

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-maio

Descri- minação	Exportação		Var. %	Importação		Var. %	US\$ milhões	
	2008	2009		2008	2009		2008	2009
Total	706	549	-22,2	622	457	-26,6	84	93
A. Latina e Caribe	182	116	-35,8	105	78	-25,7	77	38
Mercosul	83	49	-41,1	58	45	-22,2	24	3
Argentina	68	39	-43,7	52	39	-25,1	16	-0
Demais	14	10	-29,0	6	6	1,3	8	4
Demais	99	68	-31,4	47	33	-30,0	52	35
EUA ^{1/}	100	59	-40,7	91	82	-10,7	9	-22
UE	176	127	-28,0	131	101	-22,9	45	26
Europa Or.	20	12	-40,7	18	4	-77,0	2	8
Ásia	127	141	11,2	170	128	-24,8	-43	13
China	56	76	35,6	70	56	-20,1	-14	20
Outros	71	65	-8,1	100	72	-28,1	-29	-7
Demais	102	94	-7,7	107	64	-40,3	-6	30

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Porto Rico.

A desagregação geográfica das exportações revelou que a Ásia adquiriu, nos cinco primeiros meses do ano, 25,7% dos produtos brasileiros destinados ao mercado externo, ante 17,9%, em igual período de 2008, seguindo-se a União Européia, 23,1%; América Latina e Caribe, 21,2%; e EUA, 10,8%. A ascensão do mercado asiático, em oposição à redução relativa da participação do mercado norte-americano, traduziu o dinamismo das vendas à China, destino de mais da metade das vendas brasileiras à região, assumindo a posição de principal importador individual. Esse movimento refletiu, em especial, a composição das pautas exportadoras direcionadas à China e aos EUA, a primeira concentrando produtos básicos, e a segunda, manufaturas, bem como o maior dinamismo da economia chinesa

A média diária das exportações para o Mercosul recuou 41,1% no período. Esse movimento refletiu o efeito de barreiras impostas pela Argentina sobre as vendas àquele país, cuja participação no total das exportações brasileiras decresceu 2,7 p.p., para 7% no período, correspondendo a mais da metade da redução registrada pelos países da América Latina e Caribe.

As importações médias diárias do Brasil, consideradas por principais blocos e regiões, registraram recuo generalizado nos cinco primeiros meses de 2009, em relação a igual período do ano anterior. A maior retração ocorreu nas compras originárias da Europa Oriental, 77%, seguindo-se América Latina e Caribe, 25,7%; Ásia, 24,8%; e União Européia, 22,9%. A participação das aquisições aos EUA, principal mercado de origem individual do país, aumentou 3,2 p.p. no período, atingindo 17,9%. As compras à Ásia, principal região fornecedora ao país, representaram 28% das importações brasileiras, das quais 12,3% da China, seguindo-se a União Européia, 22,1%; e a América Latina e Caribe, 17,1%.

De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), a redução de 23% registrada pelas exportações nos cinco primeiros meses de 2009, em relação a igual intervalo do ano anterior, resultou de decréscimos de 9,7% nos preços e de 14,5% no volume exportado. Os preços de exportação dos produtos semimanufaturados recuaram 16,6%, seguindo-se as contrações registradas no âmbito dos produtos básicos, 11,4%, e dos manufaturados, 3,3%, enquanto as quantidades exportadas destes bens registraram variações respectivas de -14,1%, 4,8% e -28,9%.

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e quantum

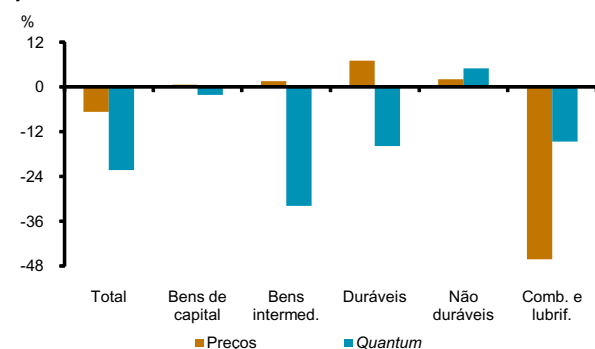
Janeiro – Maio – 2009/2008



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e quantum

Janeiro-Maio – 2009/2008



Fonte: Funcex

A contração de 27,4% observada, na mesma base comparação, no valor das importações traduziu recuos de 22,3% no *quantum* e de 6,7% nos preços, este evidenciando o impacto mais acentuado da contração de 46,2% observada na categoria de combustíveis e lubrificantes, em oposição ao proporcionado pelos aumentos dos preços nas demais categorias, variando de 7%, na relativa a bens de consumo duráveis, a 0,6%, na referente a bens de capital.

A evolução do *quantum* importado refletiu as retrações registradas nas quantidades adquiridas de matérias-primas e produtos intermediários, 31,9%; combustíveis e lubrificantes, 14,7%; bens de capital, 2,2%; e bens de consumo duráveis, 15,9%, neutralizadas, em parte, pelo aumento relativo às compras de bens de consumo não-duráveis, 5%. Vale mencionar que embora a evolução recente dos preços das *commodities* siga exercendo impacto mais acentuado sobre a estrutura de preços das exportações do que sobre a das importações brasileiras, sua trajetória na margem sugere a perspectiva de melhora nos termos de troca do país.

5.3 Serviços e renda

O déficit em transações correntes, após atingir US\$28,2 bilhões em dezembro de 2008, vem registrando trajetória de reversão da deterioração iniciada em meados de 2007. Este ajuste, evidenciado no déficit de US\$6,6 bilhões assinalado nos primeiros cinco meses do ano, ante US\$14,1 bilhões em igual período do ano anterior, expressou melhora no resultado da balança comercial, redução do déficit da conta de rendas e estabilidade nas despesas líquidas com serviços.

O superávit comercial atingiu US\$9,4 bilhões de janeiro a maio, aumentando 9,3% em relação a igual período de 2008. As despesas líquidas da conta de rendas atingiram US\$11,2 bilhões, contraindo-se 37,8%, no período, enquanto as remessas líquidas na conta de serviços recuaram 2,4%, para US\$6,1 bilhões, e as receitas líquidas relativas a transferências unilaterais, 16,2%, para US\$1,3 bilhão.

As receitas com viagens internacionais atingiram US\$2,2 bilhões e as despesas, US\$3,5 bilhões, registrando recuos respectivos de 12,5% e 22,7% em relação ao cinco primeiros meses de 2008. As despesas líquidas, embora recuassem de US\$2 bilhões para US\$1,3 bilhão, no período, voltaram a ser influenciadas, nos dois últimos meses, pela recente apreciação da taxa de câmbio.

As remessas líquidas relativas à conta aluguel de equipamentos somaram US\$3,6 bilhões, elevando-se 46,7% nos cinco primeiros meses. Os pagamentos líquidos ao exterior de *royalties* e licenças, que incluem serviços de fornecimento de tecnologia, direitos autorais, licenças e registros para uso de marcas e de exploração de patentes, franquias, entre outros, atingiram US\$771 milhões, recuando 23,4%.

O déficit da conta de rendas tem sido influenciado pela trajetória das remessas líquidas de rendas de investimento direto, que respondem ao aumento do estoque desses investimentos no país; à rentabilidade das empresas e às necessidades das respectivas matrizes; e ao patamar da taxa de câmbio. Vale mencionar que, traduzindo a redução do endividamento externo, as remessas líquidas de lucros e dividendos permanecem mais expressivas do que as despesas líquidas com juros, pelo terceiro ano consecutivo. Esse comportamento evidencia a predominância dos estoques de investimentos estrangeiros diretos e em carteira sobre o passivo externo total do país.

As remessas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$7,8 bilhões de janeiro a maio, reduzindo-se 49,8% em relação ao mesmo período de 2008, movimento consistente com o cenário de redução do estoque de investimentos estrangeiros no país – função tanto das saídas líquidas de fluxos de portfólio quanto da redução em seus preços – e de relativa depreciação do câmbio.

As despesas líquidas de juros totalizaram US\$3,6 bilhões no ano, até maio, elevando-se 41% em relação a igual período de 2008, com ênfase na redução de 31,1% registrada nas receitas. Ressalte-se que a remuneração das reservas – principal determinante das receitas de juros, e condicionada pelas medidas de flexibilização monetária adotadas em âmbito mundial como resposta à crise financeira internacional – somaram US\$2,4 bilhões, recuando 23,1% em relação aos primeiros cinco meses de 2008. As despesas com pagamentos de juros ao exterior totalizaram US\$6,7 bilhões, reduzindo-se 4,9%, no período.

As remessas líquidas de renda de investimento direto atingiram US\$5,9 bilhões. As despesas líquidas de lucros e dividendos atingiram US\$5,3 bilhões, recuando 51,6% em relação aos cinco primeiros meses de 2008, enquanto as remessas líquidas relativas a juros de empréstimos intercompanhias e a investimento em carteira totalizaram, na ordem, US\$604 milhões e US\$3,2 bilhões, apresentando variações respectivas de 211,8% e -31,9% no período. As

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2008			2009		
	Mai	Jan- Mai	Ano	Mai	Jan- Mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-0,8	-14,1	-28,2	-1,7	-6,6	-15,0
Balança comercial	4,1	8,6	24,8	2,7	9,4	20,0
Exportações	19,3	72,1	197,9	12,0	55,5	158,0
Importações	15,2	63,5	173,1	9,3	46,1	138,0
Serviços	-1,8	-6,3	-16,7	-1,7	-6,1	-13,0
Transportes	-0,7	-2,1	-5,0	-0,3	-1,2	-2,7
Viagens internacionais	-0,6	-2,0	-5,2	-0,4	-1,3	-3,0
Computação e inform.	-0,2	-1,2	-2,6	-0,2	-1,0	-2,7
Aluguel equipamentos	-0,6	-2,5	-7,8	-0,7	-3,6	-8,5
Demais	0,1	1,4	3,9	0,0	0,9	3,9
Rendas	-3,3	-18,0	-40,6	-2,9	-11,2	-25,0
Juros	-0,1	-2,6	-7,2	-0,4	-3,6	-8,6
Lucros e dividendos	-3,2	-15,6	-33,9	-2,6	-7,8	-17,0
Salários e ordenados	0,0	0,2	0,5	0,1	0,3	0,6
Transferências correntes	0,3	1,6	4,2	0,2	1,3	3,0

1/ Projeção.

remessas líquidas relativas a outros investimentos, que incluem juros de créditos de fornecedores, empréstimos, depósitos e outros ativos e passivos, somaram US\$2,4 bilhões, mantendo-se estáveis no período. As empresas dos setores industrial e serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 53,6% e 45,1% das remessas brutas de lucros e dividendos de IED nos cinco primeiros meses de 2009, ressaltando-se a representatividade das remessas relativas aos segmentos intermediação financeira, 24,1%; fabricação e montagem de veículos automotores, 12,1%; e metalurgia, 10,7%.

As transferências unilaterais líquidas chegaram a US\$1,3 bilhão nos cinco primeiros meses de 2009, recuando 16,2% em relação a igual período do ano anterior.

5.4 Conta financeira

As contas capital e financeira assinalaram resultado positivo de US\$11,1 bilhões no período encerrado em maio, desempenho associado ao impacto mais acentuado dos ingressos líquidos de IED e em ações, em relação ao proporcionado pelas saídas de capitais externos relacionadas a títulos de renda fixa e empréstimos, especialmente os de curto prazo.

As condições adversas nos mercados financeiros internacionais influenciaram os fluxos de investimentos brasileiros diretos no exterior no começo do ano, que após somarem US\$20,5 bilhões em 2008, totalizaram US\$944 milhões no período encerrado em maio. A constituição de novos investimentos diretos no exterior atingiu US\$197 milhões, ante US\$5,5 bilhões nos meses equivalentes de 2008, enquanto os empréstimos intercompanhias recuaram 63,2% no período, totalizando US\$748 milhões.

Os ingressos líquidos de IED atingiram US\$11,2 bilhões, ante US\$14 bilhões nos cinco primeiros meses de 2008. Os fluxos líquidos de participação no capital totalizaram US\$6,3 bilhões e os empréstimos intercompanhias, US\$5 bilhões, reduzindo-se na ordem, 24,5% e 12,7%, no período.

Os investimentos estrangeiros em carteira somaram ingressos líquidos de US\$462 milhões nos cinco primeiros meses do ano, ante US\$12,9 bilhões em igual período de 2008. Os ingressos líquidos relativos a investimentos estrangeiros em ações de companhias brasileiras somaram US\$3,1 bilhões, ante US\$5,2 bilhões de janeiro a maio de

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2008			2009		
	Mai	Jan- Mai	Ano	Mai	Jan- Mai	Ano ^{1/}
Conta financeira	4,0	34,4	28,3	5,4	10,6	28,0
Investimentos diretos	-0,1	6,4	24,6	3,9	10,3	25,0
Brasileiros no exterior	-1,4	-7,5	-20,5	1,5	-0,9	0,0
Estrangeiros no país	1,3	14,0	45,1	2,5	11,2	25,0
Participação	0,3	8,3	30,1	1,8	6,3	12,5
Intercompanhias	1,0	5,7	15,0	0,7	5,0	12,5
Investimentos em carteira	2,5	12,9	1,1	3,3	-0,4	-0,8
Ativos	0,3	0,0	1,9	-0,4	-0,9	0,0
Passivos	2,3	12,9	-0,8	3,7	0,5	-0,8
Derivativos	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,2	0,0
Outros investimentos	1,6	15,4	2,9	-1,9	0,4	3,8
Ativos	0,9	-1,3	-5,3	-4,1	-7,4	1,0
Passivos	0,7	16,6	8,1	2,2	7,8	2,8

1/ Projeção.

2008, enquanto os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa totalizaram saídas líquidas de US\$2,7 bilhões, ante ingressos líquidos de US\$7,6 bilhões, com ênfase na reversão, de ingressos líquidos de US\$9,3 bilhões para remessas líquidas de US\$621 milhões, dos investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa no país.

O mercado de bônus soberanos registrou desembolsos líquidos de US\$1,1 bilhão no ano, até maio, reflexo da emissão de US\$1 bilhão, relativa ao lançamento, em janeiro, do bônus Global 19N e sua reabertura em maio, US\$750 milhões. As amortizações referentes ao cronograma original de vencimentos e aos resgates antecipados de dívida totalizaram US\$724 milhões.

As operações de *notes e commercial papers* apresentaram amortizações líquidas de US\$1,6 bilhão até maio, ante desembolsos líquidos de US\$1,8 bilhão no intervalo correspondente de 2008. Os títulos de curto prazo registraram amortizações líquidas de US\$1,5 bilhão no período.

O desempenho dos outros investimentos brasileiros evidenciou concessões líquidas de empréstimos de curto prazo de US\$8,2 bilhões. Os depósitos no exterior reduziram-se US\$1 bilhão nos cinco primeiros meses do ano, resultado de constituição de US\$268 milhões pelo setor bancário e de retorno de US\$1,2 bilhão nos relativo aos demais setores.

Os outros investimentos estrangeiros, compreendendo empréstimos diretos com bancos e com organismos internacionais, créditos comerciais e constituição de haveres sob a forma de depósitos, registraram receitas líquidas de US\$7,8 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, ante desembolsos líquidos de US\$16,6 bilhões em igual intervalo de 2008. Os ingressos líquidos de créditos comerciais somaram US\$9,1 bilhões, constituídos por recursos de curto prazo. Os empréstimos foram deficitários em US\$1,7 bilhão, traduzindo captações líquidas de US\$1,3 bilhão de médio e longo prazos e amortizações líquidas de US\$3 bilhões referentes a operações de curto prazo.

A rolagem da dívida externa de médio e longo prazos do setor privado, cuja taxa reflete novos desembolsos em relação às amortizações ocorridas, situou-se em 58% de janeiro a maio. Os percentuais relativos às rolagens de papéis e de empréstimos diretos de médio e longo prazos situaram-se, respectivamente, em 59% e 53%.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP
Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2008			2009		
	Mai	Jan- Mai	Ano	Mai	Jan- Mai	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	1,5	7,3	13,5	1,3	4,8	11,7
Bônus púb.	0,5	0,5	0,5	0,8	1,8	1,8
Tít. privados	0,7	3,9	7,3	0,4	2,2	6,0
Emp. diretos	0,3	2,8	5,7	0,2	0,8	4,0
Empréstimos de c. prazo (líq.) ^{2/}	1,4	1,3	-8,1	0,1	-3,0	0,0
Tít. de curto prazo (líq.)	0,0	-1,0	-3,9	-0,1	-1,5	0,0
Portfolio (líq.)	1,6	14,7	4,4	3,5	2,5	3,0
Taxas de rolagem para o setor privado ^{3/}						
Total:	227%	222%	111%	35%	58%	75%
Títulos priv.	434%	194%	85%	49%	59%	75%
Emp. Diretos	107%	281%	193%	22%	53%	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.

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões			
	2008		2009	
	Jan-Mai	Ano	Jan-Mai	Ano ^{1/}
Posição de reservas no período anterior	180,3	180,3	193,8	193,8
Compras líquidas do Bacen	13,2	-5,4	2,0	8,8
Spot	13,2	7,6	-0,7	-0,7
Linhas com recompra	-	-8,3	4,8	8,3
Empréstimos em m.e.	-	-4,7	-2,0	1,1
Serviço da dívida (líquido)	-1,9	-0,4	-0,3	-0,9
Juros	0,9	2,8	0,4	1,2
Receita	3,1	7,2	2,4	5,2
Despesa	-2,2	-4,4	-2,0	-4,0
Amortização	-2,7	-3,2	-0,6	-2,1
Desembolsos	0,5	1,3	-	-
Organismos multilaterais	-	0,8	-	-
Bônus da República	0,5	0,5	-	-
Demais ^{2/}	0,6	10,4	-2,9	-2,9
Compras do Tesouro Nacional	5,0	7,6	2,6	6,1
Variação de haveres	17,4	13,4	1,5	11,0
Posição de reservas - caixa	197,8	193,8	195,3	204,8
Saldo de linhas com recompra	-	8,3	3,6	-
Saldo de empréstimo em m.e.	-	4,7	6,7	3,6
Posição das reservas - liquidez	197,8	206,8	205,6	208,4

1/ Projeção.

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

As reservas internacionais, considerado o conceito de liquidez, que inclui linhas com recompra e operações de empréstimo em moedas estrangeiras, totalizaram US\$205,6 bilhões em maio, reduzindo-se US\$1,2 bilhão no ano. Neste período, as compras líquidas do Banco Central no mercado de câmbio somaram US\$2 bilhões, resultantes de vendas à vista de US\$693 milhões; compras de US\$4,8 bilhões em operações com compromisso de recompra; e vendas de US\$2 bilhões em operações de empréstimo em moedas estrangeiras no exterior. Ressaltem-se, entre as operações externas, as receitas de US\$2,4 bilhões provenientes da remuneração das reservas, enquanto as demais operações exerceram impacto negativo de US\$2,9 bilhões, no período. O estoque das operações de venda de moeda estrangeira com compromisso de recompra totalizou US\$3,6 bilhões ao final de maio, enquanto o relativo às operações de empréstimo em moedas estrangeiras contra garantias somou US\$6,7 bilhões.

Considerado o conceito de caixa, as reservas internacionais atingiram US\$195,3 bilhões em maio, elevando-se US\$1,5 bilhão no ano.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Os indicadores de sustentabilidade externa, em linha com o novo ambiente experimentado pela economia mundial, registraram, de modo geral, interrupção do movimento recorrente de melhora apresentando até o final de 2008. Nesse cenário, ressalte-se, consideradas as posições de dezembro daquele ano e de maio de 2009, o impacto das retrações nas exportações e no PIB em dólares, neutralizado, em parte, pela redução observada na dívida externa total.

A participação do serviço da dívida nas exportações atingiu 21,2% em maio, ante 19% em dezembro, aumento consistente com a retração de US\$16,6 bilhões assinalada nas exportações, no período.

A dívida externa total recuou US\$4,4 bilhões, enquanto a posição superavitária da dívida externa total líquida passou de US\$27,7 bilhões para US\$28,8 bilhões, e o PIB estimado em dólares decresceu US\$200 bilhões. Em consequência, a relação entre a dívida total e o PIB aumentou 1,5 p.p., para 14,1%, no período. Vale mencionar elevação para 2,1 da relação superavitária da dívida total líquida sobre o PIB.

Tabela 5.10 – Indicadores de sustentabilidade externa^{1/}

Discriminação	US\$ bilhões					
	2006	2007	2008		2009	
	Dez	Dez	Jun	Set	Dez	Mai ^{2/}
Exportações de bens	137,8	160,6	178,1	194,9	197,9	181,4
Exportações de bens e serviços	157,3	184,6	205,1	224,3	228,4	210,7
Serviço da dívida	56,9	52,0	40,5	38,9	37,6	38,5
Dívida externa total	172,6	193,2	205,5	211,4	198,3	194,0
Dívida externa total líquida	74,8	-11,9	-19,2	-20,6	-27,7	-28,8
Reservas internacionais						
Conceito caixa	85,8	180,3	200,8	206,5	193,8	195,3
Conceito liquidez	85,8	180,3	200,8	206,5	206,8	205,6
PIB	1 089	1 334	1 458	1 526	1 573	1 373
Indicadores						
Dívida total/PIB (%)	15,8	14,5	14,1	13,9	12,6	14,1
Dívida total líquida/PIB (%)	6,9	-0,9	-1,3	-1,4	-1,8	-2,1
Dívida total/exportações	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,1
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	-0,2
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	19,0	21,2
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	36,2	28,2	19,8	17,3	16,5	18,3
Reservas – conceito caixa/ dívida externa total (%)	49,7	93,3	97,7	97,7	97,7	100,7
Reservas – conceito liquidez/ dívida externa total (%)	49,7	93,3	97,7	97,7	104,3	106,0

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

As relações entre a dívida total e as exportações e entre a dívida total líquida e as exportações situaram-se, na ordem, em 1,1 e -0,2, a última no melhor patamar das respectivas séries históricas, iniciadas em 1970.

O indicador que avalia a representatividade das reservas internacionais, no conceito liquidez, na dívida externa total passou de 104,3%, em dezembro, para 106%, em maio, evolução decorrente das reduções registradas, no período, nas reservas internacionais, US\$1,2 bilhão, e na dívida externa total, US\$4,4 bilhões.

A relação entre as reservas internacionais, no conceito de liquidez, e o agregado M2, após atingir 46,8% em novembro de 2008, maior valor desde a introdução do Real, e permanecer neste patamar no primeiro trimestre do ano, apresentou recuos sucessivos no bimestre finalizado em maio, quando, impactada pela apreciação cambial, encerrou o período em 37,8%. Utilizando-se as reservas no conceito caixa, referido indicador alcançou 35,9% ao final de maio.

5.6 Conclusão

Passados nove meses da intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais, a estabilidade das reservas internacionais e a redução da participação relativa da dívida externa no total de passivos do país em favor de investimentos, tanto diretos quanto em carteira, reforçam o argumento da adequação da condução da política econômica interna nos últimos anos como elemento fundamental à manutenção da solidez do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, da resistência do setor externo à crise financeira global.

O cenário mais recente, embora ainda incorpore elevado grau de incertezas, revela condições mais favoráveis para as contas externas do país. Nesse sentido, ressalte-se a redução do estresse nos mercados financeiros, expressa no desempenho dos indicadores de risco, que se encontram em patamar próximo aos registrados anteriormente ao agravamento da crise, exercendo desdobramentos positivos sobre os fluxos de investimentos estrangeiros e sobre os superávits no mercado de câmbio.

O déficit em transações correntes projetado para o balanço de pagamentos em 2009, inferior ao assinalado no ano anterior, deverá ser integralmente financiado com ingressos líquidos de IED, cenário compatível com o retorno das compras à vista pelo Banco Central no mercado

de câmbio – mantida a política de não fixação de pisos ou tetos para a taxa – objetivando o fortalecimento das reservas internacionais do país.

Projeções do Balanço de Pagamentos

Tabela 1 – Usos e fontes de recursos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2008			2009		
	Mai	Jan- Mai	Ano	Mai	Jan- Mai	Ano ^{1/}
Usos	-1,8	-22,7	-50,6	-4,2	-16,5	-41,2
Transações correntes	-0,8	-14,1	-28,2	-1,7	-6,6	-15,0
Amortizações de MLP ^{2/}	-1,0	-8,6	-22,4	-2,5	-9,9	-26,2
Papéis	-0,3	-5,1	-12,4	-0,8	-4,5	-11,6
Pagas	-0,3	-5,1	-12,4	-0,8	-4,5	-11,6
Conversões em IED	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Créd. de fornecedores	-0,1	-0,7	-1,7	-0,2	-1,1	-2,2
Empréstimos diretos ^{3/}	-0,6	-2,9	-8,3	-1,4	-4,2	-12,3
Fontes	1,8	22,7	50,6	4,2	16,5	41,2
Conta capital	0,1	0,3	1,1	0,1	0,5	1,0
Inv. estrangeiros diretos	1,3	14,0	45,1	2,5	11,2	25,0
Papéis domésticos ^{4/}	1,4	12,7	6,3	3,4	3,1	3,0
Desembolsos de MLP ^{5/}	3,1	14,9	31,6	2,9	10,6	25,1
Papéis	1,2	4,5	7,8	1,2	4,0	7,8
Créd. de fornecedores	0,2	1,1	2,2	0,2	1,1	3,2
Empréstimos ^{6/}	1,6	9,3	21,6	1,5	5,5	14,2
Ativ. brasil. no exterior	-0,3	-8,8	-23,5	-3,0	-8,9	1,0
Demais ^{7/}	0,2	6,3	-6,9	2,1	4,4	0,0
Ativos de reservas	-4,0	-16,6	-3,0	-3,7	-4,4	-14,0

1/ Projeção.

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

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

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

5/ Exclui desembolsos de empréstimos intercompanhias.

6/ Inclui organismos, agências e créditos de compradores.

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

A crise internacional e as incertezas inerentes a este processo, mesmo considerados os indicativos de melhora observados nos últimos meses, expressos em fluxos líquidos de investimentos estrangeiros, no retorno dos superávits do mercado de câmbio e no comportamento dos indicadores de risco, permaneceram condicionando as contas do balanço de pagamentos. A recessão mundial e a escassez de crédito externo implicaram ajustes, expressos em reduções da corrente de comércio e das remessas líquidas de lucros e dividendos, e na trajetória declinante do déficit em transações correntes. Adicionalmente, ocorreram declínio dos ingressos líquidos na conta financeira, com menores fluxos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) e saídas líquidas relativas às amortizações da dívida externa. Não obstante a gravidade da crise e seus reflexos, as condições de financiamento do balanço de pagamentos do país permanecem adequadas.

Este box registra as projeções para o balanço de pagamentos em 2009, revistas em relação às apresentadas no Relatório de Inflação de março. Esta nova projeção considera os resultados mais favoráveis observados nos últimos meses, as modificações no serviço da dívida externa compatíveis com seu estoque em março, as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio e as recompras de dívida externa soberana pelo Tesouro Nacional, efetivadas até maio.

O déficit projetado para as transações correntes para 2009 foi reduzido de US\$16 bilhões, no Relatório de Inflação anterior, para US\$15 bilhões. A projeção anual para o superávit comercial foi elevada, de US\$17 bilhões para US\$20 bilhões, reflexo de estabilidade na estimativa para as exportações, em

US\$158 bilhões, e de redução, para US\$138 bilhões, na relativa às importações. As estimativas são consistentes com o aumento registrado no superávit acumulado até maio, em relação a igual período de 2008; com o cenário recessivo da economia mundial; com as perspectivas de recuperação gradativa dos preços das *commodities*; e com a desaceleração do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro.

A conta de serviços deverá apresentar déficit de US\$13 bilhões em 2009. A ampliação de US\$400 milhões em relação à projeção anterior reflete, em especial, o aumento projetado para o déficit na rubrica viagens internacionais, de US\$2,5 bilhões para US\$3 bilhões, influenciado pela apreciação cambial no segundo trimestre de 2009. A projeção de despesas líquidas com aluguel de equipamentos foi elevada para US\$8,5 bilhões, considerados os contratos já firmados, que implicam rigidez nas despesas, e os resultados dessa rubrica nos últimos meses.

A projeção para as despesas líquidas com juros em 2009 atinge US\$8,6 bilhões, ligeiramente superior à do Relatório de Inflação anterior. As despesas brutas, previstas a partir da posição do estoque da dívida de março, evidenciando o impacto da redução das taxas de juros internacionais (*Libor*) sobre a parcela da dívida com encargos flutuantes, passaram para US\$15,4 bilhões. As receitas estão previstas em US\$6,8 bilhões, dos quais US\$5,2 bilhões referem-se à remuneração das reservas internacionais do país.

A estimativa relativa a remessas líquidas de lucros e dividendos foi revista de US\$15 bilhões para US\$17 bilhões, movimento consistente com o impacto de certa melhora no cenário doméstico, do retorno de investidores estrangeiros e da recente apreciação cambial. Vale mencionar que o estoque de investimentos estrangeiros na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que recuara do nível recorde de US\$200,9 bilhões, em maio de 2008, para US\$70,7 bilhões, em novembro daquele ano, elevou-se para US\$121,7 bilhões ao final de abril de 2009.

As transferências unilaterais foram mantidas em US\$3 bilhões, previstos em março, como reflexo do comportamento dessa conta nos últimos meses.

O superávit da conta financeira, estimado em US\$27,7 bilhões, em março, foi reduzido para US\$28 bilhões, com ênfase na reversão da projeção relacionada a investimentos estrangeiros em carteira no país, de médio e longo prazos, de remessas líquidas de US\$10 bilhões para ingressos líquidos de US\$3 bilhões, neste Relatório. O desempenho da conta financeira reflete ainda a manutenção dos fluxos líquidos de ingressos de IED, em US\$25 bilhões, após o recorde histórico de US\$45 bilhões registrado em 2008.

As amortizações de dívida externa de médio e longo prazos foram revistas, de US\$24,6 bilhões para US\$26,2 bilhões, em função das amortizações previstas no novo esquema da dívida externa de março de 2009. Os pagamentos a fornecedores deverão totalizar US\$2,2 bilhões, ante US\$1,1 bilhão, na projeção anterior, e os relativos a papéis (bônus, *notes e commercial papers*), US\$11,6 bilhões, comparativamente a US\$11,3 bilhões, em março. A projeção para os empréstimos diretos sofreu ligeira elevação para US\$12,3 bilhões.

A projeção para a taxa de rolagem do endividamento externo de médio e longo prazo do setor privado foi mantida em 75%, ocasionando amortizações líquidas de dívida externa. Ressalte-se que essa previsão de taxa de rolagem média para o ano implica melhoria em relação aos percentuais observados nos últimos meses.

Nesse cenário, o balanço de pagamentos de mercado deverá registrar superávit de US\$6,9 bilhões. O Banco Central absorverá US\$8,8 bilhões desse montante, devido a recompras de linhas e empréstimos em moeda estrangeira, enquanto os haveres dos bancos comerciais no exterior deverão reduzir-se em US\$1,9 bilhão, ante US\$13,8 bilhões na projeção anterior.

As reservas internacionais, consideradas no conceito de liquidez, deverão totalizar US\$208,4 bilhões ao final de 2009, elevando-se US\$1,6 bilhão em relação ao ano anterior. Para o ano, é mantida a projeção de receita de juros de US\$5,2 bilhões em função da remuneração das reservas. Considerado o conceito caixa, que incorpora os efeitos das medidas adotadas pelo Banco Central para fornecer liquidez

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões					
	2008			2009		
	Mai	Jan- Mai	Ano	Mai	Jan- Mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-1,4	-17,2	-35,3	-2,2	-9,0	-20,2
Capitais (líquido)	2,3	29,7	26,5	5,9	11,3	27,1
Investimento Estrangeiro						
Direto	1,3	14,0	45,1	2,5	11,2	25,0
Em carteira	1,4	12,7	6,3	3,4	3,1	3,0
Empréstimos de médio e longo prazos	0,4	1,7	1,6	-0,4	-0,6	-3,6
Crédito comercial de curto, médio e longo prazos	0,9	13,7	2,8	2,8	7,5	2,5
Bancos	2,3	4,8	-1,6	0,9	-1,6	1,6
Demais	-1,3	8,9	4,5	1,9	9,1	1,0
Investimentos brasileiros						
no exterior	-1,9	-9,5	-27,0	-2,6	-8,6	-0,9
Demais	0,1	-2,9	-2,3	0,1	-1,3	1,0
Hiato financeiro	0,9	12,5	-8,9	3,7	2,3	6,9
Compras líquidas						
do Banco Central	-2,5	-13,2	5,4	-3,2	-2,0	-8,8
Depósitos de bancos	1,6	0,7	3,4	-0,4	-0,3	1,9

1/ Projeção.

em moeda estrangeira, as reservas deverão aumentar US\$11 bilhões no ano, atingindo US\$204,8 bilhões, ao final de 2009, com ênfase nos retornos de linhas e empréstimos e nas intervenções à vista realizadas em maio.

Este capítulo do “Relatório de Inflação” apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do último Relatório, em março de 2009, assim como a análise das perspectivas para a inflação até o segundo trimestre de 2011 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 9,25% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 9 e 10 de junho, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$1,95/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. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não constituem e nem devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio. Deve-se observar que as previsões aqui divulgadas utilizam o conjunto de informações disponível até a data de corte de 12 de junho de 2009.

As projeções de inflação e de crescimento do PIB divulgadas neste Relatório não são pontuais. Elas explicitam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza presente na supracitada data de corte. As previsões de inflação dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas. O conjunto de hipóteses considerado mais provável pelo Copom é utilizado para construir os cenários a que o Comitê atribui maior peso na tomada de decisão sobre a taxa de juros. Ao expô-las, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípua.

6.1 Determinantes da inflação

Após atingir 6,41% em outubro de 2008, a inflação em doze meses medida pela variação do IPCA vem recuando, embora continue situada em patamar superior ao centro da meta. De fato, após encerrar o ano passado em 5,90% – taxa 1,44 p.p. maior do que a verificada em 2007 (4,46%) – a inflação deslocou-se para 5,20% em maio. No acumulado de 2009 até maio, o IPCA registra inflação de 2,20%, taxa 0,68 p.p. inferior àquela observada no mesmo período do ano passado. Inicialmente, essa dinâmica foi influenciada pelo recuo dos preços das *commodities* observado no segundo semestre de 2008 e, posteriormente, pela desaceleração da economia doméstica verificada a partir do último trimestre do ano passado, como consequência do agravamento da crise nos mercados financeiros internacionais. Até o momento, é plausível afirmar que os efeitos decorrentes desses dois fatores mais que compensaram pressões sobre os preços, oriundas da depreciação cambial ocorrida a partir de agosto do ano passado. Não obstante, mais recentemente, os preços das *commodities* têm mostrado sinais de recuperação, ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio entrou em trajetória de valorização, após superar o patamar de R\$2,50/US\$ reais por dólar em dezembro.

Até maio, os preços administrados acumularam variação de 1,99%, e os livres de 2,29%. No conjunto dos preços livres, destaque-se a variação do preço dos itens não comercializáveis (3,13%), bem superior àquela verificada no caso dos comercializáveis (1,38%), a despeito da desaceleração da economia. Esse fenômeno aponta para a importância de se avaliar o preço em reais das importações, em vez de se considerar apenas a taxa de câmbio como *proxy* para o comportamento dos bens comercializáveis. A dinâmica recente dos preços vem provocando um estreitamento da diferença entre a inflação em doze meses dos preços livres e a dos preços administrados, que passou de 6,21 p.p. em junho de 2008 para 1,57 p.p. em maio. Por outro lado, evidenciando certa resiliência da demanda doméstica, bem como a presença de mecanismos de indexação informais disseminados na economia, os preços de serviços vêm registrando aceleração tanto no critério da variação acumulada em doze meses (7,23% em maio, ante 6,39% em dezembro de 2008, e 5,58% no mesmo mês do ano anterior) quanto no da variação acumulada no ano (3,92% entre janeiro e maio, ante 3,10% no mesmo período de 2008). Em suma, o comportamento da inflação corroborou a avaliação, incluída no “Relatório de Inflação”

de março, de que, a despeito da expectativa de recuo da inflação em 2009, esta deveria apresentar alguma resistência às condições de demanda.

Após haver recuado 3,6% no último trimestre de 2008, na comparação com o anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE, o PIB a preços de mercado recuou 0,8% no primeiro trimestre de 2009. Note-se que desde o terceiro trimestre de 2003 o PIB não diminuía por dois trimestres consecutivos, nessa base de comparação. Em relação ao mesmo período de 2008, o recuo atingiu 1,8% no primeiro trimestre de 2009, interrompendo vinte e oito trimestres de expansão nesse critério. A desaceleração da atividade reflete os efeitos contracionistas do recrudescimento da crise econômica mundial a partir de setembro, em especial no que se refere à queda das exportações e restrições ao crédito, que provocaram reações acentuadas nos níveis de produção e emprego. Entretanto, as expectativas dos participantes de mercado apontam para a recuperação da atividade já no segundo trimestre de 2009, movimento que repercutirá, em grande parte, a resistência do consumo das famílias.

Sob a ótica da produção, destaque-se a retração do setor industrial, que após recuar 8,2% no quarto trimestre do ano passado, em relação ao trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE, registrou nova contração (3,1%) no primeiro trimestre. O desempenho desse setor foi fortemente influenciado pela redução na demanda de bens duráveis e no investimento, além da queda da demanda externa, com reflexos intensos sobre algumas indústrias-chave, como a metalúrgica, a automobilística e a de máquinas e equipamentos. Além disso, por causa da descontinuidade no ritmo de expansão da demanda, o setor industrial adentrou o período mais agudo da crise financeira internacional com elevado nível de estoques, o que tem prejudicado a velocidade da recuperação em curso. Por sua vez, o setor agropecuário registrou contração de 0,5% no primeiro trimestre ante o trimestre anterior, enquanto o setor de serviços – o de maior peso no PIB – mostrou resiliência e se expandiu 0,8%, recuperando-se da retração de 0,4% verificada no trimestre anterior. Em relação ao mesmo período do ano passado, esses setores registraram contração de 1,6% e expansão de 1,7%, respectivamente.

Com relação à demanda, o destaque negativo adveio da FBCF que, segundo dados dessazonalizados, diminuiu 12,6% ante o quarto trimestre, mesmo após ter contraído 9,3% no último trimestre de 2008. Dessa forma, a FBCF, que se expandira 19,7% no terceiro trimestre do ano passado

ante o mesmo trimestre de 2007, registrou crescimento de apenas 3,8% no quarto trimestre e queda de 14,0% no primeiro trimestre deste ano, na mesma base de comparação. Por sua vez, o consumo das famílias se expandiu 0,7% ante o trimestre anterior, após registrar queda de 1,8% no quarto trimestre. Na mesma base de comparação, o consumo do governo registrou, respectivamente, aumentos de 0,6% e 0,5%. Na comparação com igual período do ano anterior, ambos cresceram: 1,3% e 2,7%, respectivamente. Por sua vez, ao contrário do que vinha ocorrendo desde o primeiro trimestre de 2006, no primeiro trimestre de 2009 o setor externo contribuiu positivamente para o crescimento do PIB (0,1 p.p.), pois enquanto as importações caíram 16,0% (contribuição de 2,3 p.p.), as exportações se reduziram em 15,2% (contribuição de -2,2 p.p.). Não obstante, diante das perspectivas pouco promissoras de crescimento da economia global e da recuperação em curso da economia doméstica, bem como dos efeitos esperados da distensão monetária já implementada, o Copom considera que a demanda interna continuará sendo o fator chave para a sustentação da atividade econômica.

A resiliência da demanda doméstica tem se configurado um elemento estabilizador da economia brasileira. Os dados do comércio varejista, que têm destoado dos dados de produção nos últimos meses – em parte devido ao elevado nível de estoques com o qual a indústria iniciou o ano – corroboram essa avaliação. As vendas no comércio varejista registram expansão de 4,5% nos primeiros quatro meses do ano, em comparação com o mesmo período do ano passado. Embora mostre desaceleração em relação à expansão verificada em 2008, quando o aumento atingiu 11,0%, o crescimento ainda permanece elevado. De fato, a expansão em doze meses se reduziu de 10,3% em setembro, quando a crise internacional se intensificou, para 7,0% em abril. Destaque-se o forte aumento das vendas nos segmentos “Equipamentos e materiais para escritório”, cuja expansão atingiu 18,1% nos primeiros quatro meses do ano. O comércio varejista ampliado – que inclui “veículos, motos, partes e peças” e “material de construção”, segmentos mais sensíveis às condições de crédito –, também tem mostrado resiliência, ao crescer 2,5% no mesmo período. Dessa forma, o Comitê avalia que, embora deva apresentar menor dinamismo do que o verificado nos três primeiros trimestres de 2008, o comércio varejista deverá continuar registrando resultados positivos ao longo dos próximos trimestres.

De acordo com a PME, a taxa de desemprego, que vinha caindo consistentemente ao longo dos últimos anos (média anual de 10% em 2006, de 9,3% em 2007 e de 7,9%

em 2008), passou a aumentar nos últimos meses, refletindo os efeitos da desaceleração econômica. De acordo com dados dessazonalizados, após atingir o mínimo da nova série histórica em outubro (7,5%), o desemprego se elevou para 8,3% em abril. Por outro lado, a deterioração do mercado de trabalho não afetou de maneira clara a renda dos trabalhadores. Segundo o IBGE, o rendimento médio real habitualmente recebido pela população ocupada, que aumentara 3,2% em 2007 e 3,4% em 2008, continuou se elevando em 2009 e em doze meses até abril registra incremento de 4,1%. Por sua vez, o número médio de pessoas ocupadas, que crescera 2,6% em 2007 e 3,4% em 2008, elevou-se 2,6% no ano até abril. Como resultado, a massa salarial real – importante fator impulsionador da demanda agregada nos últimos anos – que havia avançado 5,8% em 2007 e 6,9% em 2008, avançou 5,9% no ano até abril. Segundo dados da CNI, o nível de emprego na indústria de transformação, que registrara expansão de 3,6% em 2007 e de 4,0% em 2008, recuou 2,0% em 2009 até abril. Isso reflete, em grande parte, a queda da produção industrial verificada nos últimos trimestres. No que se refere à evolução do emprego formal celetista, dados divulgados pelo MTE mostram recuperação na margem, após quedas intensas no fim do ano passado e início deste. As perdas do início de 2009 foram revertidas, tal que no ano até abril, os números do MTE mostram criação de 48,5 mil novos postos. Note-se, também, que após cinco meses consecutivos de queda, a indústria de transformação apresentou estabilidade na criação de empregos formais em abril.

Em conjunto com o aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito para as famílias – favorecida pela estabilidade macroeconômica e por avanços institucionais – vinha se constituindo em elemento-chave no aumento do consumo privado nos últimos anos. Com a intensificação da crise econômica mundial, as condições de financiamento se deterioraram fortemente a partir de setembro de 2008 (seja por meio de taxas mais elevadas ou de prazos menores). Adicionalmente, diante da maior incerteza macroeconômica e do enfraquecimento do mercado de trabalho, os agentes ficaram mais relutantes a tomar crédito. Esse cenário mais restritivo começou a se dissipar de forma mais nítida desde o último Relatório. Além da maior oferta de crédito via bancos públicos, empresas privadas estão voltando a captar recursos seja no exterior ou via mercado de capitais, canal que havia se fechado depois de setembro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, em abril o crédito com recursos livres do sistema financeiro às pessoas físicas cresceu 18,7% (23,2% em janeiro), com destaque para a expansão das operações de arrendamento mercantil (64,8

%, ante 84,1 % em janeiro). Note-se também que está em curso uma recuperação do crédito para pessoas físicas, notadamente empréstimos consignados. É importante destacar que essa expansão do crédito tem sido caracterizada por elevação, até o momento, modesta da inadimplência. As expectativas de analistas de mercado e de representantes do setor bancário sinalizam que, embora deva haver desaceleração em relação a 2008, o volume de crédito continuará se expandindo em 2009.

O investimento, que até o terceiro trimestre de 2008 vinha se configurando como o componente mais dinâmico da demanda doméstica, foi justamente o que apresentou maior retração nos dois últimos trimestres, seguindo o padrão cíclico. De fato, nesse período, enquanto a FBCF contraiu 20,8%, o consumo do governo se elevou em 1,1%. O agravamento da crise financeira mundial ocasionou reavaliação dos planos de investimento das empresas, seja por causa da piora nas perspectivas para o crescimento da demanda, pela maior incerteza macroeconômica, ou ainda pela deterioração das condições de financiamento, tanto no que se refere a prazos como a preços do crédito. As fortes perdas verificadas no mercado acionário após setembro de 2008 ocasionaram a perda de atratividade do financiamento via mercado de capitais, intensificando ainda mais as restrições de financiamento. Outro fator limitador do investimento foi a depreciação do real, o que acarretou aumento nos custos de bens de capital importados. Contudo, em ambos os casos, há sinais de reversão do cenário. De fato, o mercado bursátil registra boa valorização em 2009 e a taxa de câmbio apreciou. Nesse contexto, o Copom avalia que o cenário mais provável contempla recuperação dos investimentos na economia brasileira ao longo dos próximos trimestres.

O mercado de capitais foi fortemente afetado pela intensificação da crise econômica mundial. Depois do volume expressivo de ofertas públicas iniciais de ações no primeiro semestre do ano passado, e da virtual ausência de captações significativas no segundo semestre de 2008 (R\$31,7 até agosto e R\$32,1 bilhões em 2008), começam a surgir sinais animadores de que as empresas voltarão a utilizar esse canal de financiamento. De fato, várias delas já comunicaram planos para realizarem novas captações, incluindo ofertas públicas iniciais de ações. Por sua vez, o lançamento de debêntures (excluindo as emissões realizadas por empresas de arrendamento mercantil) vem se mostrando relativamente estável. Após terem captado R\$6,3 bilhões em 2008 por meio desse instrumento financeiro, as empresas já captaram, até maio, R\$4,2 bilhões. Por sua vez, os

desembolsos de empréstimos e financiamentos com recursos do Sistema BNDES totalizaram R\$25,6 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, volume 1,1% inferior ao alcançado em igual período de 2008

No que se refere ao setor externo, após registrar superávit de US\$40 bilhões em 2007 e de US\$24,8 bilhões em 2008, o saldo da balança comercial atingiu US\$9,4 bilhões até maio deste ano, aumento de 9,3% em relação a igual período do ano passado, contrariando previsões mais negativas vigentes no início do ano. Apesar desse aumento do saldo comercial, tanto as importações como as exportações mostram importantes reduções no ano, em linha com a contração que vem ocorrendo no comércio mundial. Após atingirem o recorde de US\$197,9 bilhões em 2008 (aumento de 23,2% sobre 2007), as exportações alcançaram US\$55,5 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, valor 23,0% inferior ao observado no mesmo período do ano passado. Da mesma forma, após o recorde registrado de US\$173,1 bilhões em 2008 (aumento de 43,5% sobre 2007), as importações recuaram para US\$46,1 bilhões até maio, contração de 27,4% sobre igual período do ano passado. Dessa forma, a tendência de redução do superávit comercial observada por ocasião do último Relatório foi revertida. Não obstante, ainda que essa dinâmica se mantenha ao longo do ano, os efeitos da crise econômica global sobre o fluxo mundial de comércio – tanto pelo menor nível de atividade econômica global como pela queda de preços, em especial das *commodities* – permitem antecipar diminuição tanto do volume exportado em 2009 – fato que não ocorre desde 1999, a despeito da depreciação cambial média –, como das importações.

Após recuar 2,5% em 2008 o *quantum* exportado contraiu 10,6% até abril, refletindo com clareza os efeitos da desaceleração da demanda externa. Além disso, após ter aumentado 26,3% em 2008, o preço médio das exportações declinou 7,9% até abril, e não compensou, a exemplo do que ocorreu no ano passado, a queda das quantidades exportadas. Por sua vez, após crescer 17,7% em 2008 o *quantum* importado contraiu 20,2% até abril, refletindo com clareza os efeitos da crise internacional sobre a economia doméstica, tanto pelo lado da demanda como pelo da taxa de câmbio. Por outro lado, após forte incremento de 22,0% em 2008, o preço das importações mostra redução de 4,9% até abril.

A crise econômica global começou, desde a divulgação do último Relatório, a mostrar os primeiros sinais de arrefecimento, embora de forma tênue e heterogênea, entre as economias maduras. Além disso, há sinais de que

seus efeitos sobre alguns países emergentes poderiam se dissipar com rapidez maior do que a esperada. Esses fatos começam a se refletir de maneira clara no preço das *commodities*, que mostram importante recuperação em 2009, em especial no preço do petróleo, que recentemente superou a barreira dos US\$70 dólares. Outro indício tem sido a valorização das moedas de países emergentes, o que, em parte, reflete menores temores quanto à evolução de suas economias e a redução da aversão global ao risco. O déficit em transações correntes, após registrar US\$28,2 bilhões, ou 1,8% do PIB, em 2008, alcançou até abril US\$4,9 bilhões, reduzindo-se a 1,4% do PIB (1,4% em doze meses), contrariando fortemente as projeções feitas por analistas independentes no início do ano, que vislumbravam números de magnitude bem superior. Cabe destacar que esse déficit foi integralmente financiado pelo fluxo líquido de investimentos estrangeiros diretos, que totalizou US\$8,8 bilhões até abril e correspondeu a 2,6% do PIB.

Após quase dois anos desde sua eclosão, os efeitos da “crise do *subprime*” – que iniciou no mercado imobiliário norte-americano, estendeu-se para os mercados financeiro e creditício dos EUA e de outras economias maduras – poderiam estar começando a arrefecer, em especial no que se refere aos impactos sobre o dinamismo das economias emergentes, inclusive a brasileira. Nesse contexto, as diversas medidas implementadas pelo *Federal Reserve* e outros bancos centrais, incluindo a fixação de metas para as taxas de juros básicas próximas a zero e a adoção de estratégias de política monetária calcadas em expansão quantitativa, em alguns casos complementadas por medidas fiscais agressivas, apontam para um esgotamento da tendência contracionista observada em trimestres anteriores, embora esse processo seja sujeito a reversão. Note-se, em particular, que os problemas do sistema financeiro internacional persistem e, por conseguinte, persiste o risco de nova intensificação da desaceleração. Em resumo, as perspectivas para a economia global se estabilizaram desde a publicação do último Relatório, e o cenário mais provável segue sendo que a recuperação econômica global só será consolidada em 2010.

Com relação à oferta agregada, após registrarem retração no quarto trimestre de 2008 em relação ao terceiro, segundo dados dessazonalizados, tanto o setor industrial como o agropecuário voltaram a recuar no primeiro trimestre de 2009 (3,10% e 0,5%, respectivamente). Por sua vez, após contrair-se no último trimestre do ano passado (-0,4%), o setor de serviços, que tem maior peso na economia, voltou a apresentar crescimento no primeiro trimestre (0,8%). Quando a comparação é feita ante o mesmo período do ano passado,

a retração do setor fabril atinge 9,3% e a do agropecuário 1,6%. Já o setor de serviços registrou expansão de 1,7%.

A produção industrial sofreu forte desaceleração após o recrudescimento da crise econômica mundial, em setembro de 2008. Até aquele mês, registrava expansão de 6,4% no ano, taxa que se reduziu para 3,1% ao final de 2008, após quedas em relação ao mês anterior de 7,1% e 12,7% em novembro e dezembro, respectivamente, segundo dados dessazonalizados. Embora venha crescendo desde janeiro (a taxas mensais de 2,1%, 1,9%, 0,9% e 1,1%), a produção industrial ainda se encontra em patamares bem inferiores aos registrados em igual período do ano anterior. De fato, até abril a produção industrial recuou 14,7% frente ao mesmo período do ano passado. A retração foi igualmente severa tanto na indústria de transformação como na indústria extrativa mineral. Não obstante, os setores mais dependentes do crédito, como o automotivo e o de construção civil, que foram inicialmente mais atingidos pela crise econômica mundial, mostram recuperação em boa parte devida aos efeitos de medidas contra-cíclicas implementadas pelo governo, como a redução do IPI sobre a linha branca e os automóveis, bem como pela progressiva restauração do acesso ao crédito. A propósito, a indústria automotiva, que estava com excesso de estoques no fim do ano passado, enfrenta a escassez localizada de modelos.

Pela ótica da demanda, o PIB retraiu 1,9% no primeiro trimestre de 2009, com o setor externo apresentando contribuição positiva de 0,1 p.p. Após cair abaixo de 100 em agosto – implicando que o número de empresas que avaliam que os estoques são excessivos supera o das que avaliam que os mesmos são insuficientes – o indicador de estoques da Sondagem Conjuntural da FGV continuou caindo e atingiu o patamar de 81 em dezembro e em janeiro – menor nível desde julho de 2003. Desde então, o indicador voltou a subir, e atingiu 88 pontos em maio, sugerindo que o processo de normalização de estoques está em curso. O ajuste do nível de estoques tem, aparentemente, gerado uma discrepância entre a dinâmica de produção e de vendas, e explica, em parte, a falta de dinamismo da indústria nesse início de ano. Espera-se que, à medida que o nível de estoques se aproxime do seu nível de equilíbrio, o crescimento da produção industrial ganhe vigor, com reflexos positivos sobre o emprego e o nível de renda. Nesse sentido, além da própria dinâmica natural de ajuste, as medidas tomadas pelo governo, como a redução do IPI para o setor automotivo e para a linha branca, e a flexibilização monetária, têm contribuído para que os estoques efetivos se aproximem daqueles planejados.

Após atingir 86,6% em agosto do ano passado, o Nuci mensal sem ajuste sazonal, calculado pela FGV, moveu-se para 78,7% em maio, retração de 6,9 p.p. ante o mesmo mês do ano anterior, constituindo-se na oitava redução seguida nessa base de comparação. No que se refere à expansão da capacidade, após aumentos consecutivos ao longo dos últimos anos (5,1% em 2005, 13,5% em 2006 e 19,3% em 2007) o crescimento da absorção de bens de capital se reduziu para 17,7% em dezembro de 2008, após ter atingido 22,2% em setembro. A reversão verificada no fim do ano passado se intensificou nos meses iniciais de 2009. De fato, até abril houve forte contração (de 18,6%) na absorção de bens de capital, em decorrência da queda de 7,5% das importações de bens de capital e de 22,6% na produção desses bens. Note-se ainda que, na mesma base de comparação, a produção de insumos para a construção civil também recuou fortemente em janeiro (-11,1%). Apesar do grande aumento da ociosidade, na comparação interanual, números recentes da produção industrial, em conjunção com números de vendas de automóveis e no varejo, sugerem recuperação da atividade fabril. De fato, o indicador do nível de demanda global da Sondagem Conjuntural da FGV junto à indústria de transformação mostra que, após a queda do patamar de 121 em setembro para 65 em janeiro, o indicador se elevou para 85 em maio.

Depois de longo período de aceleração nos preços do setor de construção, o Índice Nacional do Custo da Construção – Disponibilidade Interna (INCC-DI) começou a mostrar sinais de arrefecimento no último trimestre de 2008, cuja intensidade aumentou nos últimos meses. Após atingir o pico em novembro (12,34%), a variação em doze meses do INCC retrocedeu para 8,98% em maio. Mesmo assim, esse patamar ainda é levemente superior àquele observado em igual período de 2008 (8,06%). Esses desenvolvimentos refletem maior persistência inflacionária, apesar da acentuada desaceleração do setor desde que a crise mundial se intensificou em setembro do ano passado, em parte derivada da elevação dos custos da mão-de-obra.

Após dois anos consecutivos de redução (10% em 2006, 9,3% em 2007 e 7,9% em 2008) a taxa média de desemprego se elevou para 8,7% nos primeiros quatro meses do ano, patamar 0,2 p.p. superior àquele observado em igual período do ano passado. Essa reversão fica clara ao se analisar a taxa média de desemprego dos últimos doze meses, cuja redução por 23 meses consecutivos foi interrompida em janeiro. Essa tendência deve persistir ao longo dos próximos meses, quando o mercado de trabalho tenderá a refletir com maior clareza os efeitos da crise global

sobre o nível de atividade. De fato, os reflexos adversos sobre o mercado de trabalho se mostram com maior nitidez nos números de emprego formal bem como nas estatísticas de emprego industrial. Até o momento, entretanto, a concessão de férias coletivas, a diminuição da jornada de trabalho e outras medidas emergenciais, além do efeito desalento, têm mitigado a elevação das taxas de desemprego.

O preço do petróleo, fonte sistemática de incerteza advinda do cenário internacional, permanece em patamares inferiores aos vigentes até meados do ano passado, embora mostre reversão nítida frente à tendência baixista observada no segundo semestre de 2008. De fato, após atingir quase US\$150 em meados de 2008, o preço do barril de petróleo caiu para patamares em torno de US\$40, mas recentemente superou os US\$70. Essa recuperação reflete não apenas a redução da incerteza macroeconômica, consubstanciada na avaliação de que o ponto de inflexão da crise financeira já se materializou ou estaria próximo, mas, sobretudo, as observações dos primeiros sinais de recuperação econômica, que têm se manifestado de forma mais clara nos países em desenvolvimento. 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 restante de 2009, permanece plausível. 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 para os consumidores, mas, também, por outros canais, como os custos de transporte para a indústria, a cadeia produtiva do setor petroquímico, bem como as expectativas de consumidores e empresários. Cabe registrar que, assim como o ocorrido com o preço do petróleo desde o início do ano, os preços de *commodities* agrícolas, que são importantes do ponto de vista da dinâmica dos custos alimentares, como soja e trigo, vêm mostrando recuperação consistente, embora em diferentes intensidades.

Após mais do que duplicar em 2007 (7,89%, ante 3,79% em 2006) e a continuar se elevando em 2008, quando atingiu 9,10%, a inflação mais ampla – medida pelo IGP-DI – arrefeceu de maneira acentuada nos últimos meses. De fato, a inflação acumulada em doze meses, que em julho de 2008 encontrava-se no patamar de 14,81%, deslocou-se para 2,99% em maio. Além disso, até maio de 2009 observa-se deflação de 0,73%, ante inflação de 5,16% no mesmo período do ano passado. A desaceleração desse índice refletiu, essencialmente, o comportamento do IPA-DI, cuja variação em doze meses passou de 18,91% em julho de 2008 para 1,18% em maio deste ano, apesar da depreciação cambial

ocorrida no passado recente. Ao contrário do que vinha sendo observado até o último “Relatório de Inflação”, o Índice Nacional de Custos da Construção (INCC) também passou a acusar redução das pressões inflacionárias. Após atingir 12,34% em novembro de 2008, a inflação do setor de construção se reduziu para 8,98% em maio. Por sua vez, no mesmo período, a inflação medida pelo IPC-Br se reduziu de 6,27% para 5,55%. A dinâmica do IPA-DI é explicada, em grande parte, pela mudança de comportamento dos preços agrícolas, cuja variação em doze meses passou de 37,91% em junho de 2008 para deflação de 1,52% em maio. Além disso, os preços industriais, que aceleraram durante a maior parte de 2008, também recuaram com intensidade. Nesse caso, a variação em doze meses se deslocou de 15,41% em outubro de 2008 para 2,24% em maio deste ano. Conforme destacado em Relatórios anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

A deterioração do cenário dos preços ao consumidor, que vinha ocorrendo desde meados de 2007 e se intensificava ao longo em 2008, apresentou reversão após o recrudescimento da crise mundial, em setembro. Os temores inicialmente vigentes com relação à magnitude do repasse cambial aos preços dos bens e serviços finais não se confirmaram, em consequência tanto do comportamento dos preços em moeda estrangeira das importações, quanto, em particular, do grau de desaceleração da atividade econômica. Embora os preços das *commodities* venham mostrando recuperação, em especial o do petróleo, o cenário prospectivo não contempla retorno ao ciclo inflacionário anterior. De qualquer modo, o Comitê reafirma que continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes.

Assim como a inflação cheia, as três medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central mostram redução nas taxas acumuladas em doze meses. O núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio registrou inflação de 5,96% em doze meses até maio, após ter atingido 6,38% em outubro. Não obstante, quando comparado com igual período do ano passado, há incremento de 0,93 p.p. Por sua vez, a inflação medida pelos núcleos por médias aparadas com e sem suavização de itens preestabelecidos se reduziu, respectivamente, de 4,97% e 5,15% em setembro para 4,65% e 4,34% em maio, patamares virtualmente iguais aos observados no mesmo período do ano passado. Dessa forma, as medidas de núcleo

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

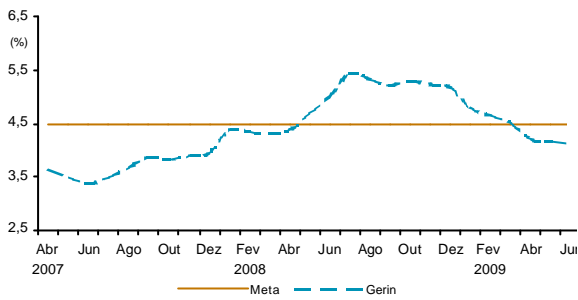
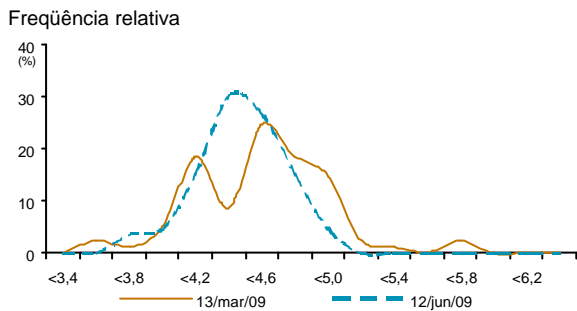


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2009



exibem elevada persistência, e duas delas ainda se encontram acima do centro da meta, apesar da redução observada nos últimos meses.

As expectativas de inflação para 2009 reduziram-se ligeiramente desde a divulgação do último Relatório e, na data de corte de 12 de junho, encontravam-se em 4,39%, ante 4,52% em 13 de março. Por sua vez, as expectativas para 2010 se deslocaram de 4,50% para 4,30% no mesmo intervalo de tempo. Para 2011, as expectativas se encontram em 4,50%. Conforme ilustra o Gráfico 6.2, faz-se necessário destacar o recuo, desde a divulgação do último Relatório, da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação, principalmente para 2009, o que, além do padrão típico de convergência ao longo do ano calendário, vai ao encontro da avaliação de que o cenário prospectivo para a inflação ficou ligeiramente menos 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 continuidade da contração global em 2009, com recuperação em 2010, do lado externo, e recuperação gradual da atividade econômica, dentro de um cenário ainda benigno para a inflação, do lado doméstico. Do ponto de vista do balanço de riscos relacionados às perspectivas da inflação, os principais riscos associados ao cenário principal advêm da duração e da magnitude da crise mundial, bem como de seus desdobramentos sobre a trajetória da atividade econômica doméstica. Em particular, no curto prazo, um risco desinflacionário consiste em uma recuperação da atividade doméstica em velocidade menor do que a considerada no cenário principal. Do lado oposto, um risco relevante reside na atuação de mecanismos institucionais que inibem uma resposta mais intensa da inflação à maior ociosidade de recursos na economia. Outro risco deriva dos efeitos de uma recuperação dos preços de *commodities* sobre a inflação

doméstica, por exemplo por meio dos preços de alimentos. Em uma perspectiva de médio prazo, por sua vez, um risco a ser monitorado está associado à possibilidade de os efeitos cumulativos e defasados da distensão monetária atingirem intensidade máxima em momento no qual a ociosidade de fatores seja menos significativa.

O cenário externo contempla a continuidade da contração econômica mundial, principalmente, nos países desenvolvidos. O período desde o último Relatório foi marcado pela diminuição do estresse nos mercados financeiros internacionais, com origem nos EUA e na Europa, cujas repercussões sobre as economias emergentes vinham sendo significativas. Ações governamentais inéditas por parte de autoridades americanas e européias, que utilizaram ampla gama de instrumentos com vistas a assegurar condições mínimas de funcionamento e liquidez nos mercados de ativos, reduziram a percepção de risco sistêmico. Nesse ambiente, registram-se sinais de redução da aversão ao risco, mas o retorno da confiança permanece frágil e sujeito a reversões. A diminuição da aversão ao risco e da escassez de fluxos de capitais, bem como certa preocupação entre os investidores quanto à situação fiscal nos EUA, continuou ensejando movimento de recuperação das moedas, de economias emergentes e maduras, ante o dólar americano.

Ainda no cenário global, tendências contracionistas da atividade prevalecem sobre as pressões inflacionárias. A visão atualmente dominante aponta para contração da economia mundial em 2009, com recuperação apenas em 2010. As projeções consensuais para 2009 apontam retração intensa da atividade nos EUA, na Europa e no Japão (G3), que não seria totalmente compensada pelos bolsões de dinamismo econômico existentes nas economias emergentes, mormente na Ásia. Há evidências de que a atividade econômica no G3 poderia estar se estabilizando, com alguma melhora da renda disponível e da demanda por duráveis nos EUA, recuperação da confiança dos empresários na Europa e das exportações reais no Japão. Entretanto, os problemas do sistema financeiro internacional podem ser agravados por uma deterioração cíclica na qualidade do crédito, centrada nos EUA e na Europa, o que tenderia a reforçar a contração das condições financeiras e, por conseguinte, o risco de nova intensificação da desaceleração. Nas economias maduras, em que a ancoragem das expectativas de inflação é mais forte e a atividade econômica vem se enfraquecendo há mais tempo, as pressões inflacionárias têm mostrado redução rápida. A rigor, também nas economias emergentes o processo de desinflação parece ter ganhado dinamismo, em que pese a

maior persistência da dinâmica inflacionária. Nesse contexto, ao mesmo tempo em que nas economias maduras as políticas monetárias adquiriram caráter fortemente expansionista, inclusive com recurso a instrumentos não convencionais, nas economias emergentes a postura expansionista tem sido mais moderada. Paralelamente, autoridades nos EUA, na Europa ocidental e na Ásia vêm anunciando série importante de iniciativas voltadas a sustentar a atividade por meio de estímulos fiscais, o que poderia contribuir para gradual retomada econômica. Note-se, contudo, que as estimativas sobre os custos fiscais dos pacotes de estímulo macroeconômico e de apoio ao setor financeiro vêm se elevando, o que tem suscitado pressões sobre a classificação de risco de diversos créditos soberanos, inclusive de economias avançadas. O acúmulo de sinais de que a economia mundial estaria próxima de uma inflexão, bem como a deterioração das finanças públicas, tem resultado na elevação da estrutura a termo de taxas de juros em grandes economias maduras.

Como ressaltado nos últimos Relatórios, os efeitos da crise mundial sobre a inflação brasileira têm sinal *a priori* ambíguo. Por um lado, a redução das exportações, ao atuar como fator de contenção da demanda agregada, e o recuo dos preços das *commodities* contribuíram para aliviar pressões inflacionárias domésticas. Por outro, a intensificação da aversão global ao risco e a conseqüente redução da demanda por ativos de economias emergentes levaram a acentuada depreciação de várias moedas nacionais frente ao dólar norte-americano, o que terminou por pressionar os preços nessas economias. Nesse contexto, apesar de a economia brasileira se encontrar marcadamente mais resistente a mudanças de sentimento nos mercados financeiros internacionais, a capacidade de o setor externo contribuir para mitigar riscos inflacionários ficou comprometida.

É plausível afirmar, entretanto, que o efeito líquido da desaceleração global sobre a trajetória da inflação doméstica segue sendo, até o momento, predominantemente benigno, com os efeitos sobre a demanda doméstica se sobrepondo aos impactos da depreciação cambial. De fato, a crise mundial está afetando o nível de atividade da economia brasileira não somente pela redução da demanda externa, mas também, diante da restrição das fontes de financiamento externo, pelo efeito indireto, mas importante, sobre as condições financeiras domésticas, e pela formação de um quadro geral de incerteza que afeta negativamente a confiança dos agentes e os leva a adiarem decisões de consumo e de investimento. A propósito, o principal elemento de incerteza e fator de risco do lado externo refere-

se à duração da crise mundial, para a qual cabe considerar dois cenários alternativos. No primeiro, caso a crise persista por mais tempo, por exemplo, estendendo-se por 2010, as repercussões e efeitos contracionistas sobre a economia doméstica perdurariam por todo o horizonte de projeção de inflação. Já no segundo, caso a retomada ocorra de forma mais rápida do que se antecipa, a restauração das condições financeiras e da confiança, alinhada à recuperação dos preços de *commodities*, implicaria aumento do risco inflacionário. A resiliência da atividade em economias emergentes, mormente na Ásia, bem como certo retorno do apetite por risco nos mercados financeiros internacionais, sugerem que a probabilidade desse segundo cenário aumentou, mas o primeiro permanece sendo provável.

Cabe registrar também que a expansão do endividamento público e dos agregados monetários nas economias maduras, em reação à crise, pode acarretar modificações no comportamento de preços de ativos e na estrutura a termo de taxas de juros, que teriam implicações potencialmente relevantes para o financiamento externo da economia brasileira na parte mais distante do horizonte de projeção.

Do ponto de vista dos preços das *commodities*, houve alteração em relação ao cenário do último Relatório. Em geral, desde então os preços apresentaram importante elevação, tanto os do petróleo como os de outras *commodities*. A trajetória futura desses preços, porém, ainda está bastante incerta, pois depende da duração da contração da atividade econômica nas economias maduras e da velocidade de reação das economias emergentes mais importantes. Até o momento, ao serem convertidos em moeda nacional, os preços das *commodities* ainda apresentam certa estabilidade, haja vista a apreciação cambial recente. Contudo, a persistir a tendência recente de elevação dos preços das *commodities*, pode surgir um novo foco de pressão inflacionária. De qualquer forma, como mencionado em Relatórios anteriores, a análise dos possíveis efeitos inflacionários das tendências recentes dos preços de matérias-primas não pode ser desvinculada da análise de pressões que as mesmas exercem sobre os preços de ativos brasileiros.

O quadro em relação à taxa de câmbio se alterou em relação aos dois últimos Relatórios, dada a apreciação cambial verificada no trimestre corrente. Entretanto, em que pese essa apreciação, a taxa nominal de câmbio ainda se encontra em valores superiores aos vigentes antes do agravamento da crise mundial em setembro do ano passado.

Portanto, ainda cabe uma análise dos possíveis fatores afetando a magnitude do repasse cambial para os preços ao consumidor. Até o momento, o acompanhamento da evolução dos preços não mostra repercussão significativa da depreciação da taxa de câmbio, confirmando aspectos abordados nos últimos Relatórios. Em primeiro lugar, a consolidação institucional, com destaque para o regime de metas para a inflação, atua no sentido de amortecer o repasse. Ressalte-se, ainda, que o contexto atual afasta-se bastante do verificado, por exemplo, em 2002, quando os agentes consideravam até mesmo a possibilidade de mudança no regime monetário, o que exacerbava as expectativas inflacionárias, potencializando o próprio repasse cambial. Um segundo aspecto reside no recuo dos preços em moeda externa das *commodities* verificado até o início do corrente ano, o que, de certa forma, contrabalançou o impacto da depreciação cambial e conteve a variação dos preços dessas mercadorias em moeda doméstica. O terceiro fator foi a contração da atividade econômica doméstica verificada no último trimestre do ano passado e no primeiro trimestre deste. De fato, existem evidências empíricas de que a magnitude do repasse cambial depende do ciclo econômico, sendo mais acentuada quando a economia está em crescimento acelerado, e vice-versa. O quarto elemento refere-se às condições iniciais em termos de taxa real efetiva de câmbio. Quando a variação cambial nominal representa, em boa medida, um ajuste da taxa real de câmbio em direção a um valor médio histórico, o repasse tende a ser menor. É possível, também, que a apreciação cambial, verificada em anos anteriores e no primeiro semestre de 2008, tenha gerado margem nos níveis de preços que permitiria aos agentes absorver uma depreciação cambial com menor repasse.

É oportuno, ainda, destacar a existência de risco associado à defasagem entre a variação cambial e sua repercussão sobre os preços ao consumidor. Primeiro, 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. Segundo, porque em virtude da intensa volatilidade da taxa do câmbio e, por conseguinte, da incerteza sobre o patamar em torno do qual essa taxa se estabilizaria, os formadores de preço podem estar aguardando um quadro mais claro para, então, definir os possíveis reajustes. Em contrapartida, na eventualidade de que níveis da taxa de câmbio anteriormente vistos como transitórios passem a ser avaliados como permanentes, aumenta a probabilidade de que o repasse se intensifique. Nesse caso, cabe à política monetária evitar que 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. Feitas essas ressalvas, cabe reconhecer que os movimentos de preços observados até o momento, tanto em nível de consumidor quanto de atacado, e a apreciação cambial recente indicam diminuição dos riscos associados ao repasse cambial, se comparados com os existentes quando da publicação dos dois últimos Relatórios. Entretanto, no médio prazo, à medida que se intensifique a recuperação da atividade, a autoridade monetária deve estar atenta a possíveis repasses defasados. Em outras palavras, se a contração recente da atividade restringiu a margem para repasses, pode-se inferir que uma vez revertida essa contração aumente a margem para a materialização desses repasses.

Outro risco para o cenário prospectivo está relacionado às perspectivas de crescimento da economia brasileira. Depois de dois trimestres consecutivos de recuo do PIB, indicadores coincidentes e antecedentes apontam para o início da recuperação neste trimestre, embora ainda de forma gradual. De fato, alguns indicadores suportam essa avaliação, como a produção industrial, os índices de confiança, o grau de utilização da capacidade instalada e as concessões de empréstimos a pessoas físicas. Na verdade, a queda do PIB no primeiro trimestre do ano em intensidade menor do que os analistas de mercado esperaram levou, até o momento, a alguma revisão para cima das expectativas de crescimento do PIB para 2009, ou pelo menos à interrupção de sua deterioração. Do ponto de vista dos componentes da demanda agregada, o comportamento tem sido bastante diferenciado. Investimento e exportações reduziram-se significativamente no primeiro trimestre, o consumo do governo manteve taxas positivas, e o consumo das famílias cresceu.

A perspectiva de recuperação da economia se baseia essencialmente em três elementos. Em primeiro lugar, em contraste com o ocorrido em choques anteriores, mesmo de menor intensidade, não houve ruptura no Balanço de Pagamentos, crise financeira do setor público, alta da inflação ou desconfiança de mudança de regime. Em resumo, como ressaltado em diversas ocasiões, a economia brasileira está mais resistente a choques externos. Em segundo lugar, a política monetária, sem prejuízo do compromisso com as metas para a inflação, e a fiscal tendem a contribuir para a retomada da atividade econômica. Em terceiro lugar, o consumo, maior parcela da demanda agregada, está relativamente resistente, em parte em função do recuo da inflação. Também, é importante mencionar que, em relação ao trimestre passado, o clima de confiança se alterou para melhor no país e parece emergir certo consenso de que o pior

da crise já teria sido superado. Contudo, permanece ainda razoável incerteza sobre as projeções de crescimento da economia. O risco, nesse caso, é de que a recuperação seja mais lenta do que a contida nas projeções atuais. Apesar da melhoria do clima de confiança, os investimentos devem se recuperar lentamente em função dos atuais baixos níveis de utilização da capacidade instalada. As exportações, por sua vez, continuarão sofrendo os efeitos de uma contração econômica global que ainda mostra sinais de persistência. O consumo, apesar da melhora das condições de crédito e da redução de alíquotas sobre determinados artigos, ainda pode ser afetado pela piora nas condições do mercado de trabalho e pela reversão das isenções tributárias.

Do ponto de vista da inflação, existe ainda a possibilidade de um risco de elevação, representado pela atuação de mecanismos de reajuste que contribuem para prolongar no tempo pressões inflacionárias observadas no passado, como evidencia o comportamento dos preços dos serviços e de itens dos preços administrados, desde o início do ano. De fato, apesar da contração da atividade econômica por dois trimestres consecutivos, os preços de serviços cresceram 3,92% nos primeiros cinco meses do ano (7,23% no acumulado de doze meses), ante 3,10% no mesmo período de 2008, oportunidade em que a economia se encontrava em acelerada expansão. Como se sabe, a presença de mecanismos de indexação de preços, mesmo que informais, reduz a sensibilidade da inflação às flutuações da demanda. Note-se, especificamente, que, ao conter o processo de desinflação da economia, tais mecanismos poderiam elevar o “ponto de partida” da taxa da inflação em um ciclo de recuperação econômica, contribuindo assim para elevar os riscos para o cenário inflacionário prospectivo.

Em uma perspectiva de médio prazo, porém, o risco para a trajetória inflacionária advém dos efeitos, cumulativos e defasados, da distensão das condições financeiras sobre a evolução da demanda doméstica em contexto de gradual retomada da utilização dos fatores de produção. A taxa Selic atingiu o nível historicamente mais baixo (9,25% a.a.), com uma redução acumulada no presente ciclo de 450 pontos-base. Grande parte dos efeitos da distensão das condições financeiras ainda irá se materializar ao longo dos próximos trimestres (ver boxe “A Defasagem da Transmissão da Política Monetária para Preços” neste Relatório). As incertezas existentes com relação à magnitude e à defasagem dos mecanismos de transmissão da política monetária tendem a ser mais fortes no corrente contexto em função da crise global e da decorrente contração das condições de crédito. De qualquer modo, no médio prazo, a perspectiva é a de que

parte desses efeitos se materializará possivelmente com a ociosidade dos fatores bem menor do que a atual, o que deve ser levado em conta pela autoridade monetária.

Do lado fiscal, a incerteza sobre o comportamento do PIB se traduz em incerteza sobre a arrecadação fiscal futura, em quadro de certa rigidez dos gastos governamentais, que se transmite para a evolução do superávit primário do setor público consolidado. Mesmo assim, o Copom avalia, com as informações até aqui disponíveis, que não deve ocorrer inflexão significativa e consistente da tendência de redução da razão dívida e produto.

Como ressaltado no último Relatório, a economia brasileira está enfrentando a crise global sem rupturas, sem mudança de regime de política econômica, diferentemente do que ocorreu no início de 1999. O arcabouço básico da política econômica, calcado no tripé metas para a inflação, ajuste fiscal e taxa de câmbio flutuante está consolidado e combina resiliência 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.

Ao se decompor o IPCA em preços livres e em preços administrados, nota-se que os últimos provavelmente deixarão de desempenhar papel de arrefecedor 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, haja vista que esses preços respondem principalmente a movimentos passados do nível de preços, em particular dos preços no atacado, e são pouco sensíveis ao ciclo econômico. Para 2010, entretanto, tendo em vista a desaceleração dos preços no atacado verificada neste primeiro semestre e as expectativas de analistas de que esses preços permaneçam contidos até o final deste ano, o cenário para os preços administrados se apresenta relativamente benigno, ainda que não se deva superestimar o efeito da desaceleração do IGP-DI sobre a trajetória futura desses itens. Em particular, com relação aos preços domésticos da gasolina, como a recente diminuição do preço na refinaria foi, grosso modo, inteiramente compensada pelo aumento da Cide e como o preço do petróleo no mercado internacional se elevou bastante desde março, aparentemente, é limitada a possibilidade de alteração relevante nos preços da gasolina em 2009.

Até o terceiro trimestre do ano passado, a expansão do emprego, em parte alicerçada na estabilidade macroeconômica, vinha sendo um dos sustentáculos do crescimento da massa salarial real em ritmo robusto. Os últimos meses mostram retração do mercado de trabalho, em parte sazonal, mas que eventualmente pode se intensificar, haja vista que em geral o emprego reage com alguma defasagem aos desenvolvimentos do nível de atividade. Um maior arrefecimento do emprego pode amplificar movimentos iniciais de desaceleração da demanda e, por conseguinte, funcionar como um mitigador de possíveis pressões inflacionárias.

O crédito, cujo crescimento foi elemento importante de sustentação da demanda agregada, exerceu papel central no processo de desaceleração. O alargamento dos *spreads* bancários e o encurtamento do prazo contratual (possivelmente associados a restrições quantitativas) contribuíram para conter a demanda agregada. Contudo, as condições no mercado de crédito evoluíram positivamente nos últimos meses. As taxas de juros das operações de crédito a pessoas físicas já se encontram em níveis semelhantes ou inferiores aos vigentes em agosto do ano passado. O volume de operações também está em recuperação. Assim, o cenário principal contempla continuidade da recuperação do mercado de crédito doméstico, mas permanecem muitas incertezas sobre a evolução do crédito externo.

A possibilidade de que alterações na dinâmica da inflação, que em uma avaliação preliminar parecem transitórias, venham a ter efeitos sobre as expectativas dos agentes quanto à trajetória inflacionária no médio e longo prazos constitui risco perene para a implementação da política monetária e, portanto, merece monitoramento contínuo. Em princípio, efeitos concentrados de curto prazo podem ensejar a 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 de forma a enfrentar potenciais efeitos de segunda ordem.

A estratégia adotada pelo Copom visa trazer a inflação, que terminou 2008 próxima ao limite superior do intervalo de tolerância previsto pelo regime, de volta à meta central de 4,5%, estabelecida pelo CMN, em 2009, e mantê-la em patamar consistente com a trajetória de metas em 2010. 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.

O Comitê avalia que continuaram se consolidando as perspectivas de 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 manifesta-se nas projeções de inflação consideradas pelo Copom e nas expectativas de inflação preparadas por analistas independentes. Assim, a despeito de haver margem residual para um processo de flexibilização, a política monetária deve manter postura cautelosa, visando assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas. O Comitê entende que o desaquecimento da demanda, motivado pelo aperto das condições financeiras e pela deterioração da confiança dos agentes, ainda que nos dois casos se observe melhora na margem, bem como pela contração da economia global, criou importante margem de ociosidade dos fatores de produção, que não deve ser eliminada rapidamente em um cenário de recuperação gradual da atividade econômica. Esse desenvolvimento deve contribuir para conter as pressões inflacionárias. Por outro lado, o Copom assinala que a expressiva flexibilização da política monetária implementada desde janeiro terá efeitos cumulativos, que serão evidenciados após certa defasagem temporal, sobre a economia.

À luz dessas considerações, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic de 11,25% a.a. para 10,25% e 9,25% nas reuniões de abril e junho, respectivamente. Esse ajuste da taxa básica de juros terá efeitos defasados e cumulativos sobre a atividade econômica e a inflação. Nesse contexto, qualquer flexibilização monetária adicional deverá ser implementada de maneira mais parcimoniosa.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, e levando-se em conta o conjunto de informações disponíveis até 12 de junho de 2009 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$1,95/US\$, e a meta para a taxa Selic em 9,25% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de junho – ante R\$2,35/US\$ e 11,25% considerados no “Relatório de Inflação” de março de 2009. A projeção para

a variação, em 2009, do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, foi reduzida para 4,8%, ante 5,5% considerados no último Relatório. Essa projeção baseia-se nas hipóteses, para o acumulado de 2009, de variação nula nos preços da gasolina e do gás de botijão; de 4,7% nos preços da eletricidade; e de 5,0% nas tarifas de telefonia fixa. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente. Para os demais, as projeções baseiam-se em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram componentes sazonais, variações cambiais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP), entre outras variáveis. De acordo com esses modelos, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2010 é de 4,5%, ante o percentual de 4,8% utilizado no Relatório de março, e para 2011 encontra-se em 4,5%.

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. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média se reduziram na comparação com os valores divulgados no “Relatório de Inflação” de março. Para o último trimestre de 2009, essas expectativas passaram de R\$2,30/US\$ para R\$2,00/US\$ e, para o último de 2010, de R\$2,30/US\$ para R\$2,09/US\$. Para o segundo trimestre de 2011, as expectativas projetam taxa de câmbio de R\$2,13/US\$. As expectativas acerca da evolução da taxa Selic média recuaram quando comparadas aos valores constantes do último Relatório. Para o último trimestre de 2009, deslocaram-se de 9,75% para 9,00% e, para o último de 2010, de 9,61% para 8,98%. Para o segundo trimestre de 2011, os analistas projetam taxa Selic média de 9,50%. Essa trajetória para a taxa Selic é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de -3 p.b. e 31 p.b., em relação à taxa Selic atual, no último trimestre de 2009 e de 2010, respectivamente. Note-se, ainda, que o cenário de mercado pressupõe variações de 4,4% , de 4,7% e de 4,5% para o conjunto dos preços administrados em 2009, em 2010 e em 2011.

Quanto à política fiscal, as projeções apresentadas neste Relatório pressupõem o cumprimento das metas para o superávit primário de 2,5% do PIB em 2009 e de 3,3% do PIB em 2010, nos dois casos ajustadas pela possibilidade de que os percentuais sejam reduzidos em até 0,5 p.p., em virtude da implementação do Projeto Piloto de Investimentos (PPI).

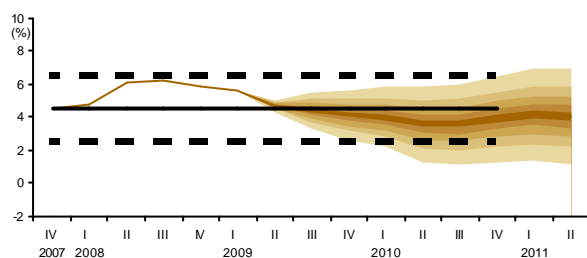
Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto disponível de informações, foram construídas as

projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres, compatíveis com as trajetórias de juros e câmbio que caracterizam os cenários de referência e de mercado.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 4,1% em 2009, patamar 0,1 p.p. superior ao projetado no Relatório de março e abaixo do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo CMN. Conforme ilustra o Gráfico 6.3, a partir do terceiro trimestre de 2009, a inflação acumulada em quatro trimestres se posiciona abaixo do valor central de 4,5% para a meta de inflação em 2009 e 2010. Isso reflete, fundamentalmente, os efeitos defasados da maior ociosidade dos fatores de produção verificada a partir do quarto trimestre de 2008. Note-se contudo que esse impacto foi em parte contrabalançado pelas reduções na taxa Selic e pelo impulso fiscal implementados neste semestre. A inflação acumulada em doze meses parte de 4,7% no segundo trimestre de 2009 e atinge 4,1% no último. Em 2010, posiciona-se em 4,0% no primeiro trimestre e abaixo desse nível nos demais. Nos dois primeiros trimestres de 2011, a projeção de inflação se encontra em torno de 4,0%.

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 9,25% a.a. (Cenário de referência)

Leque de inflação



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

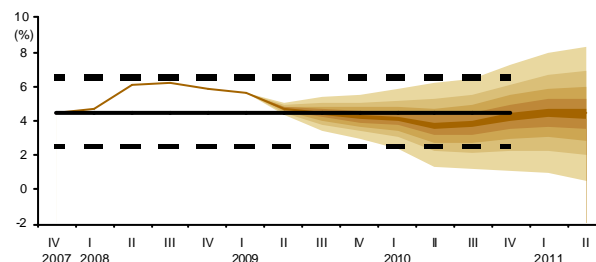
Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 9,25% a.a. (Cenário de referência)

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2009 2	4,5	4,6	4,7	4,7	4,8	4,8	4,7
2009 3	3,9	4,1	4,3	4,5	4,6	4,8	4,4
2009 4	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,8	4,1
2010 1	3,2	3,5	3,8	4,1	4,4	4,7	4,0
2010 2	2,6	3,0	3,4	3,7	4,1	4,5	3,6
2010 3	2,6	3,0	3,4	3,8	4,1	4,6	3,6
2010 4	2,8	3,3	3,7	4,1	4,5	5,0	3,9
2011 1	3,0	3,5	3,9	4,3	4,8	5,3	4,1
2011 2	2,8	3,3	3,8	4,2	4,7	5,2	4,0

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

Leque de inflação



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

Os dados da Tabela 6.1 indicam, para 2009, recuo de 0,9 p.p. na inflação acumulada em doze meses no segundo trimestre, em relação aos 5,6% observados no primeiro; e de 0,3 p.p. no terceiro e no quarto, quando comparados, respectivamente, ao segundo e ao terceiro. No primeiro caso, o movimento reflete uma projeção de inflação, para o segundo trimestre de 2009, inferior à inflação observada em igual período de 2008 (2,09%), a rigor um valor atípico e que se deveu principalmente à escalada de preços das *commodities* verificada naquele período. No segundo caso, projeções para a inflação de preços livres, no terceiro e quarto trimestres de 2009, menores do que os valores realizados nos trimestres correspondentes de 2008, haja vista que com os preços administrados ocorre o contrário. De acordo com o intervalo de confiança apresentado na Tabela 6.1, é residual a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2009, segundo o cenário de referência.

No cenário de mercado, a previsão de 4,2% para a inflação em 2009 é 0,1 p.p. superior à associada ao cenário de referência, bem como ao valor constante do último Relatório. Conforme se pode inferir a partir do Gráfico 6.4 e da Tabela 6.2, as projeções indicam continuidade do recuo da inflação acumulada em doze meses em 2009, que, dos 5,6% verificados no primeiro trimestre, desloca-se para 4,7% no segundo; 4,4% no terceiro; e encerra o ano em 4,2%,

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

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%						
	30%						
10%							
2009 2	4,5	4,6	4,7	4,7	4,8	4,8	4,7
2009 3	4,0	4,2	4,4	4,5	4,7	4,8	4,4
2009 4	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5	4,8	4,2
2010 1	3,4	3,7	4,0	4,2	4,5	4,8	4,1
2010 2	2,7	3,2	3,6	3,9	4,3	4,7	3,7
2010 3	2,7	3,2	3,6	4,0	4,4	4,9	3,8
2010 4	2,9	3,5	4,0	4,4	4,9	5,5	4,2
2011 1	3,1	3,7	4,2	4,7	5,3	5,9	4,5
2011 2	2,8	3,5	4,1	4,7	5,3	6,0	4,4

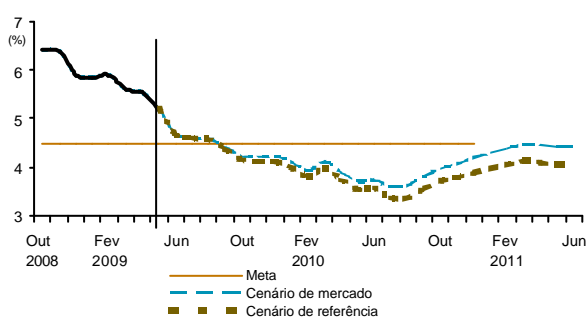
Obs.: Inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

1/ De acordo com a Gerin.

Tabela 6.3 – Projeções do "Relatório de Inflação" de março de 2009

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2009 I	5,7	5,7
2009 II	4,7	4,6
2009 III	4,1	4,1
2009 IV	4,0	4,1
2010 I	4,3	4,4
2010 II	4,0	4,3
2010 III	4,2	4,6
2010 IV	4,0	4,4
2011 I	3,9	4,4

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



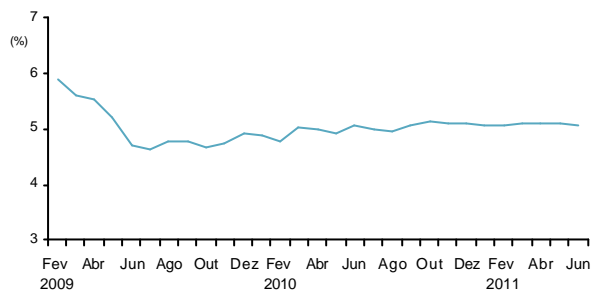
abaixo do valor central de 4,5% para a meta. Na comparação com o cenário de referência, a ligeira elevação da projeção de inflação para 2009 é explicada, basicamente, pela expectativa, por parte dos analistas, de que a taxa de câmbio encerre 2009 em R\$2,00/US\$, ante R\$1,95/US\$ levado em conta no cenário de referência. Assim como no cenário de referência, no cenário de mercado é residual a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2009. Para 2010, o cenário de mercado projeta, no primeiro semestre, recuo da inflação acumulada em doze meses, a qual, entretanto, retorna ao patamar de 4,2% no quarto trimestre, ainda assim abaixo do valor central de 4,5% para a meta estabelecida pelo CMN. Nos dois primeiros trimestres de 2011, a projeção para a inflação acumulada em doze meses se posiciona em torno desse valor. Cabe destacar que, as projeções de inflação, tanto no último trimestre de 2010 quanto nos primeiros de 2011, levam em conta o fato de as expectativas de inflação para 2011 posicionarem-se em 4,5%.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no Relatório anterior, que constam da Tabela 6.3, mostra interseção das trajetórias projetadas em vários pontos, um indicativo de mudança na distribuição da inflação projetada. No cenário de mercado, a projeção atual aponta maiores taxas inflação em 2009 e no primeiro trimestre de 2011, intercaladas por uma taxa menor em 2010. Avaliação similar se aplica ao cenário de referência.

O Gráfico 6.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado até o segundo trimestre de 2011, juntamente com a trajetória da meta, até o final de 2010. Até maio de 2009, os valores referem-se à inflação ocorrida em doze meses e, a partir de então, as trajetórias consideram projeções associadas aos respectivos cenários para a construção dos valores acumulados. As projeções recuam quase monotonicamente até atingirem o mínimo no segundo trimestre de 2010 (em torno de 3,6% no cenário de referência e 3,7% no de mercado). A partir daí se elevam, mas, permanecem abaixo de 4,5%. O fato de a trajetória de projeções, segundo o cenário de mercado, posicionar-se acima da trajetória para o cenário de referência reflete, em parte, expectativa de depreciação cambial.

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 maio de 2009, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de então, a projeções. Observa-se tendência declinante das projeções

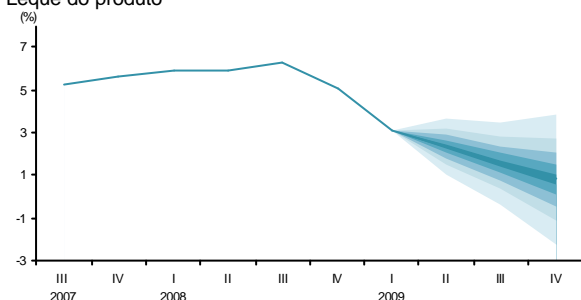
Gráfico 6.6 – Projeção de Inflação: Modelos VAR



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

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 9,25% a.a. Cenário de referência

Leque do produto



para a inflação acumulada em doze meses até o terceiro trimestre de 2009, do quarto em diante há ligeira reversão dessa tendência, tal que a partir do último trimestre de 2010 as projeções virtualmente se estabilizam em torno de 5,0%, sem convergir para o centro da meta.

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 2009 é de 0,8%, portanto, 0,4 p.p. abaixo do projetado no “Relatório de Inflação” de março de 2009. Essa alteração reflete, em parte, uma recuperação da atividade econômica mais lenta do que a que se antecipava naquela oportunidade.

Previsão da Curva de Juros: uma Abordagem Estatística e Macroeconômica

Estudos sobre a estrutura a termo de taxas de juros (ETTJ) concentram-se em duas classes de modelos: estatísticos e de equilíbrio. No primeiro grupo, a ETTJ, em geral, é construída via interpolação e previsões são feitas por intermédio de modelos de séries temporais. No segundo grupo, a ETTJ é construída com base em argumentos de equilíbrio, tais como os de não arbitragem, e previsões são obtidas a partir da dinâmica implícita no modelo.

Haja vista a menor complexidade de estimação, a despeito da ausência de fundamentação econômica, os modelos estatísticos têm sido mais utilizados. Seguindo essa tendência, este box, em grande parte baseado em Leite e et al (2009), apresenta uma modelagem estatística *ad hoc* da curva de juros (modelo Prêmio/Expectativa) que incorpora três ingredientes: informações macroeconômicas, dados coletados em pesquisa de mercado e sobre o prêmio de risco das taxas a termo. Além disso, utiliza-se esse modelo para a previsão da curva de juros brasileira seis meses à frente, ao mesmo tempo em que seu desempenho é confrontado com o de três outras metodologias bem conhecidas: passeio aleatório, taxa a termo e modelo de Diebold e Li (2006) (de agora em diante, modelo DL)¹.

Devido ao encurtamento diário do prazo para o vencimento de um contrato futuro de Depósito Interfinanceiro (DI futuro), o prazo das taxas da base de dados muda automaticamente de uma observação para a seguinte. Visando neutralizar os efeitos dessa

1/ A base de dados usada é formada por taxas de contratos DI futuro de um dia negociados na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) e por expectativas de inflação (medidas pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor), coletadas pelo Banco Central, observados no primeiro dia útil de cada mês, no período dezembro de 2002/dezembro de 2007.

Gráfico 1 – Evolução das taxas à vista

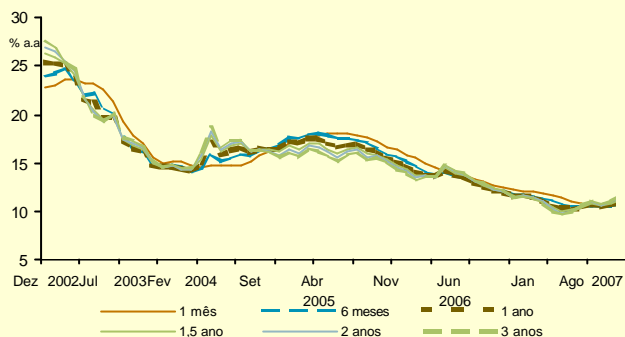
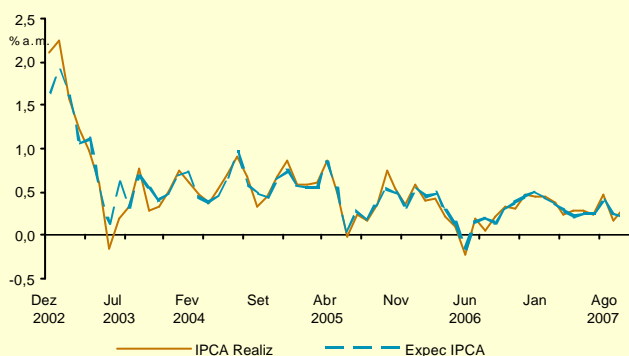


Gráfico 2 – Evolução das expectativas e da inflação



variabilidade de prazos, as taxas foram interpoladas de acordo com o modelo paramétrico de Svensson (1994):

$$R_t(t) = b_1 + b_2 \left(\frac{1 - e^{-I_1 t}}{I_1 t} \right) + b_3 \left(\frac{1 - e^{-I_1 t}}{I_1 t} - e^{-I_1 t} \right) + b_4 \left(\frac{1 - e^{-I_2 t}}{I_2 t} - e^{-I_2 t} \right) \quad (1)$$

Os lambdas (λ) foram fixados segundo a abordagem sugerida por Almeida et al (2007), o que implica $I_{1t} = 3,58$ e $I_{2t} = 7,17$, para todo t . Em seguida, usando mínimos quadrados ordinários, os coeficientes betas (β) foram estimados. O Gráfico 1 apresenta a evolução das taxas à vista para os prazos 1 mês, 6 meses, 1 ano, 1,5 ano, 2 anos e 3 anos ao longo do período amostral considerado.

O Gráfico 2 ilustra a evolução da mediana da expectativa de inflação das instituições constantes do grupo Top 5, bem como da inflação observada. Note-se que essa taxa de inflação se refere ao mês imediatamente anterior à data de coleta das informações sobre o DI futuro e sobre expectativas de inflação. As duas séries apresentam forte correlação positiva, e uma análise preliminar permite inferir que a expectativa de inflação seria um bom indicador antecedente da inflação efetiva.

Se $R_t(t)$ é a taxa à vista em t para o prazo t e $P(t, t) = \exp\{-R_t(t)t\}$ é o valor em t de uma unidade monetária em $t+t$, então a taxa a termo instantânea em t para o prazo t é:

$$f(t, t) = -\frac{\partial \log(P(t, t))}{\partial t}$$

Com isso se chega, para a Equação 1, à especificação abaixo:

$$f(t, t) = b_1 + b_2 e^{-I_1 t} + b_3 I_1 t e^{-I_1 t} + b_4 I_2 t e^{-I_2 t}$$

Considerando a taxa Selic como a taxa instantânea de curtíssimo prazo, define-se o prêmio de risco da taxa a termo como:

$$h(t, t) = f(t, t) - Selic_t$$

Ludvigson e Ng (2007) mostram que o prêmio de risco do retorno dos bônus está fortemente relacionado a fundamentos macroeconômicos, tais como índices de preço. Usando esse resultado,

especificou-se uma relação linear entre o prêmio de risco da taxa a termo e a expectativa de inflação:

$$h(t, t) = g_1 IPCA_t + g_0, \quad (2)$$

onde $IPCA_t$ é a expectativa de inflação medida pelo IPCA em t para o primeiro IPCA não divulgado.

As estimações e previsões foram feitas usando dados no intervalo entre dezembro de 2002 e o mês em que a previsão é feita. As previsões para seis meses à frente iniciam-se em dezembro de 2005 (previsão para junho de 2006) e estendem-se até Junho de 2007 (previsão para dezembro de 2007), totalizando 19 previsões.

Empregando a Equação 2 e os valores estimados para os parâmetros g_0 e g_1 , são feitas previsões do prêmio de risco da taxa a termo seis meses à frente. Para isso é necessária uma medida de expectativa de inflação seis meses à frente, para o mês seguinte. Foi usada como aproximação para essa medida a previsão de inflação para o sétimo mês divulgado pela pesquisa do Banco Central. Feito isso, para obter previsões das taxas é necessária uma medida de expectativa para a taxa Selic seis meses à frente, sendo tomado, também neste caso, o valor fornecido pela mesma fonte.

As Tabelas 1 e 2 apresentam, respectivamente, o viés e o erro médio quadrático, ambos em pontos-base, das previsões seis meses a frente do modelo proposto e de três competidores naturais: o passeio aleatório, a taxa a termo e o modelo DL. Essa última técnica de previsão ajusta a curva de juros em cada dia via uma forma paramétrica semelhante à equação 1, porém, com apenas três fatores (não considera a segunda curvatura). As previsões são feitas aplicando um processo autoregressivo aos coeficientes betas. Note-se que o fator de decaimento da curva (I) foi fixado em 3,58 para o modelo DL.

Tabela 1 – Viés para previsões fora da amostra (p.b.)

	6 meses	1 ano	1,5 ano	2 anos	3 anos
PE	47	70	88	99	110
PA	-136	-120	-110	-104	-98
TT	-96	-101	-98	-96	-92
DL	24	51	-77	95	113

Tabela 2 – Erro médio quadrático para previsões fora da amostra

	6 meses	1 ano	1,5 ano	2 anos	3 anos
PE	68	98	119	133	148
PA	144	139	144	151	162
TT	122	153	167	173	177
DL	129	143	158	169	181

A análise das tabelas 1 e 2 revela que o modelo Prêmio/Expectativa é superior, em termos de erro médio quadrático, aos três competidores naturais para todos os prazos. Quando a métrica de comparação é o viés, não há um modelo consistentemente melhor. Entretanto, nota-se certa superioridade do modelo DL.

Referências

Almeida, C., Gomes, R., Leite, A. e Vicente, J. (2007). “Movimentos da Estrutura a Termo e Critérios de Minimização do Erro de Previsão em um Modelo Paramétrico Exponencial”. *Banco Central do Brasil, Trabalhos para Discussão n. 146*.

Diebold, F. e Li, C. (2006). “Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields”. *Journal of Econometrics*, 130, 337-364.

Leite, A. L., Gomes, R. B. P. e Vicente, J. V. M. (2009). “Previsão da Curva de Juros: Um Modelo Estatístico com Variáveis Macroeconômicas”. *Banco Central do Brasil, Trabalhos para Discussão n. 186*.

Ludvigson, S. e Ng, S. (2007). “Macro Factors in Bond Risk Premia”. *Working Paper, Department of Economics, New York University*.

Mehra, Y. (2002). “Survey Measures of Expected Inflation: Revisiting the Issues of Predictive Content and Rationality”. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 88, 17-36.

Svensson L. (1994). “Monetary Policy with Flexible Exchange Rates and Forward Interest Rates as Indicators”. *Institute for International Economic Studies, Stockholm University*.

A Defasagem da Transmissão da Política Monetária para Preços

Considerando sua natureza incerta e variável, as defasagens dos efeitos da política monetária sobre a atividade e os preços constituem preocupação constante para os formuladores de política monetária. Dentre os diversos canais mais frequentemente apontados como relevantes para a transmissão da política monetária, o canal da demanda, o canal externo e o canal das expectativas recebem atenção especial do Banco Central, pois historicamente se mostraram os mais efetivos, a despeito da importância crescente do canal do crédito nos últimos anos. Este box aborda a questão das defasagens na transmissão da política monetária na economia brasileira, com especial destaque para estimativas obtidas a partir de modelos estruturais em uso no Banco Central.

De certa forma, o canal da demanda reflete o arranjo institucional do setor produtivo, no sentido de que o *lag* de transmissão é determinado pela longevidade dos contratos firmados entre os agentes (empresas, pessoas e governos) e pelas fricções que retardam a transferência dos efeitos das mudanças ao longo da cadeia produtiva. O canal de câmbio se apóia essencialmente em duas condições de não arbitragem: uma no mercado de ativos e outra no mercado de bens internacionalmente transacionáveis. Devido a custos de transação relativamente menores, o primeiro mecanismo, em princípio, operaria de forma rápida, entretanto, devido às dificuldades em se avaliar com precisão os riscos associados tanto a ativos domésticos quanto a estrangeiros, não constitui tarefa simples identificar oportunidades de arbitragem. Isso torna altamente imprevisíveis movimentos da taxa de câmbio potencialmente influenciados pelo funcionamento dos mercados de ativos. Por sua vez, o canal das expectativas – as

quais em modelos com expectativas racionais são diretamente implicadas pela estrutura da economia – talvez, dos três, seja o de entendimento mais fácil. Não obstante, o grau de incerteza que esse canal acrescenta à análise é significativo – embora as evidências para o caso brasileiro sugiram que as expectativas respondem de forma importante a decisões de política monetária¹.

Como resultado da maturidade das instituições brasileiras e da percepção, de certa forma generalizada, de consolidação do processo de estabilidade macroeconômica, as expectativas quanto à evolução da economia brasileira se mostram ancoradas no terreno positivo. Esse fenômeno pôde ser exemplificado pela resistência mostrada pela economia brasileira aos impactos da recente crise nos mercados financeiros internacionais. Com efeito, a deterioração que as expectativas sobre a atividade, sobre a taxa de câmbio e sobre os prêmios de títulos soberanos brasileiros experimentaram se deu em níveis bem menores, se comparados aos verificados em outras ocasiões mesmo quando os choques foram de magnitude inferior. Em tais circunstâncias, com expectativas mais bem ancoradas, portanto, menos voláteis, cresce a importância relativa do canal da demanda.

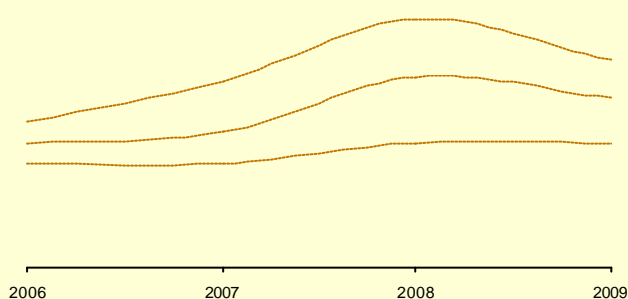
Como exposto em boxes e outros trabalhos anteriormente publicados pelo Banco Central, a transmissão da política monetária para preços, por intermédio do canal da demanda, se dá em duas etapas. Inicialmente, por meio do mecanismo descrito na Curva de Investimento e Poupança (Curva IS²), um alívio monetário caracterizado pela redução da taxa básica de juros da economia (Selic) ocasiona um ajuste nas taxas de juros de longo prazo, ou seja, reduz as taxas. Isso permite que indivíduos e firmas financiem consumo e investimento a um custo menor, o que, por fim, resulta em elevação da demanda agregada. De acordo com estimativas efetuadas pelo Banco Central, nos últimos anos o efeito máximo levaria algo como dois a três trimestres para se materializar. Em um segundo

1/ Ver, por exemplo, A. S. Bevilaqua, M. Mesquita e A. Minella (2007), “Brazil: taming inflation expectations”, Banco Central do Brasil, Working Paper Series n. 129; F. A. Carvalho e A. Minella (2009), “Market Forecasts in Brazil: performance and determinants”, Banco Central do Brasil, Working Paper Series n. 185.

2/ IS do inglês *Investment and Savings*.

Gráfico 1: Defasagem do Canal de Demanda

Valores mínimo, médio e máximo estimados



passo, conforme descrito pela Curva de Phillips, o aumento da demanda – ante a capacidade de oferta, supostamente constante, haja vista que o intervalo de tempo considerado não seria suficiente para a maturação de novos investimentos – ocasiona pressão alista sobre os preços no mercado de bens e de serviços. Devido à rigidez de contratos de fornecimento e de contratos salariais, o efeito máximo também não seria contemporâneo e, de acordo com estimativas do Banco Central, levaria em torno de três a quatro trimestres para se materializar.

Os modelos estruturais de pequeno porte utilizados pelo Banco Central têm na equação da demanda agregada (Curva IS) e na de oferta agregada (Curva de Phillips) duas de suas principais estruturas. O Gráfico 1, elaborado a partir de um conjunto variado de especificações tanto para a IS quanto para a Curva de Phillips, ilustra de que forma as defasagens – mínima, média e máxima – dos efeitos da política monetária sobre preços evoluíram nos últimos anos. Para tanto são considerados em conjunto os efeitos das taxas de juros sobre a demanda agregada e desta sobre os preços.

Note-se que, nos últimos anos, houve incremento na defasagem, o que pode ser consequência do alargamento temporal dos contratos verificado no mesmo período. A propósito, considerando que o atual ciclo de afrouxamento monetário teve início em janeiro de 2009, seus efeitos máximos sobre a atividade ocorrerão no próximo semestre e, sobre preços, por volta do final deste ano e início de 2010.

Essa relevante questão também pode ser avaliada sob o prisma dos modelos estruturais de médio porte utilizados pelo Banco Central. Esses modelos permitem decompor os efeitos totais da política monetária nas parcelas vinculadas aos três canais acima citados: canal de câmbio, canal das expectativas e canal de demanda³. De acordo com os modelos de médio porte, as defasagens que mudanças na taxa Selic levariam para ter efeito

3/ No modelo médio, o canal de demanda é representado pelos canais de taxas de juros relevantes para consumo e investimento. Para maiores detalhes, ver André Minella e Nelson F. Souza-Sobrinho (2009). “Monetary Channels in Brazil through the Lens of a Semi-Structural Model”. Banco Central do Brasil Working Paper Series n. 181.

máximo sobre o produto e sobre a inflação, com base em informações relativas ao período de metas de inflação, situam-se em torno de três a quatro e de cinco a seis trimestres, respectivamente⁴. Além disso, três pontos merecem ser destacados: (1) não se identificam discrepâncias marcantes entre as estimativas de defasagens fornecidas pelos modelos estruturais pequenos e as fornecidas pelos modelos estruturais de médio porte; (2) o efeito da política monetária transitando pelo canal das expectativas ocorre relativamente mais rápido do que nos demais; e (3) de acordo com os modelos estruturais de médio porte as defasagens do canal de câmbio se mostram relativamente longas, diferentemente do que sugere o senso comum, o que leva a crer que o canal de câmbio opera mais intensamente via mercado de bens transacionáveis do que via mercado de ativos.

Para concluir, note-se que as estimativas apresentadas neste boxe referem-se ao ponto de máximo da influência do canal da demanda sobre a atividade e os preços, e não ao seu início, que, do ponto de vista da significância estatística, ocorre em torno de um a dois e de dois a três trimestres sobre demanda e preços, respectivamente.

4/ Grosso modo, esses intervalos podem ser vistos como as defasagens médias para o período 1999/2008.

Notas da 142ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 28 e 29/04/2009

Local: Sala de reuniões do 8º andar (28/04) e do 20º andar (29/04) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 17h50 (28/04) e 17h30 (29/04)

Horário de término: 20h10 (28/04) e 19h40 (29/04)

Presentes:

Membros do Copom

Henrique de Campos Meirelles – Presidente

Alexandre Antonio Tombini

Alvir Alberto Hoffmann

Anthero de Moraes Meirelles

Antonio Gustavo Matos do Vale

Maria Celina Berardinelli Arraes

Mário Gomes Torós

Mário Magalhães Carvalho Mesquita

Chefes de Departamento (presentes no dia 28)

Adriana Soares Sales – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Altamir Lopes – Departamento Econômico

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente no dia 29)

João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira –

Departamento de Operações das Reservas Internacionais

Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 28)

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria
Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do Departamento de Estudos e Pesquisas

Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria
José de Ribamar Oliveira Júnior – Assessor de Imprensa

Katherine Hennings – Consultora da Diretoria

Os membros do Copom analisaram a evolução recente e as perspectivas para a economia brasileira e para a economia internacional, no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo governo para a inflação.

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) recuou de 0,48% em janeiro e 0,55% em fevereiro para 0,20% em março. Com isso, a inflação acumulada no primeiro trimestre de 2009 alcançou 1,23%, patamar inferior em 0,28 p.p. àquele observado em igual período do ano anterior. Sob o critério da variação acumulada em doze meses, a inflação recuou de 5,90% em dezembro de 2008 para 5,61% em março (4,73% em março de 2008). A queda da inflação, sob esse critério, nos três primeiros meses do ano, refletiu o comportamento dos preços livres, visto que houve aumento da variação dos itens administrados. Especificamente sobre os preços livres, note-se que, no acumulado em doze meses, tanto os preços de bens comercializáveis quanto os de não comercializáveis mostraram desaceleração, com

variação de 6,10% e 6,74% em março, respectivamente, ante a 6,99% e 7,10% em dezembro de 2008, embora com aceleração em relação aos patamares observados no mesmo mês do ano anterior. No caso dos preços de serviços, cuja dinâmica tende a exibir maior persistência do que a dos preços de bens, a inflação acumulada em doze meses avançou de 6,39% em dezembro para 6,63% em janeiro e 7,09% em fevereiro, recuando para 6,83% em março (5,11% em março de 2008). Evidências preliminares relativas a abril apontam inflação ao consumidor em patamar superior ao observado em março. Em síntese, o conjunto das informações disponíveis sugere que o ciclo inflacionário observado no ano passado vem sendo superado, gradativamente, em processo que deve continuar a ser liderado pelo comportamento dos preços livres, uma vez que a inflação dos preços administrados deve mostrar maior persistência.

2. As três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central exibiram comportamento heterogêneo nos três primeiros meses do ano. O núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio avançou de 0,27% em janeiro para 0,88% em fevereiro, refletindo fatores sazonais, e recuou para 0,25% em março. Já as medidas de núcleo pelos critérios de médias aparadas com suavização e sem suavização mostraram menor oscilação, com taxas de 0,42% e 0,44% em janeiro, 0,29% e 0,27% em fevereiro, e de 0,35% e 0,21% em março, respectivamente. As taxas de variação acumuladas em doze meses deslocaram-se de 6,09%, 4,82% e 4,92% em dezembro para 6,02%, 4,85% e 4,64% em março, para o índice por exclusão, médias aparadas com e sem suavização, respectivamente, permanecendo em patamares superiores ao do valor central da meta. Cabe notar, adicionalmente, que o índice de difusão do IPCA recuou de 61,7% em dezembro para 60,2% em março (ante 58,6% no mesmo mês de 2008).

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) deslocou-se de 0,01% em janeiro para -0,13% em fevereiro e -0,84% em março. No acumulado em doze meses, a variação do IGP-DI recuou de 9,10% em dezembro para 5,86% em março, ante 9,18% em março de 2008. A desaceleração do IGP-DI tem refletido o comportamento de seu principal componente, o

Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), que recuou de 9,80% em dezembro para 4,98% em março, no acumulado em doze meses (11,39% em março de 2008). Por sua vez, o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 6,32% (4,52% em março de 2008) e, na mesma base de comparação, o Índice Nacional da Construção Civil (INCC) variou 10,66% (6,69% em março de 2008). No que se refere ao IPA-DI, a desaceleração, sob esse critério de comparação, deriva basicamente do comportamento dos preços agrícolas. A variação do IPA agrícola atingiu -0,93% (24,70% em março de 2008), e a elevação dos preços industriais no atacado chegou a 7,22% (6,98% em março de 2008). Note-se que, não obstante os efeitos da depreciação cambial ocorrida desde o terceiro trimestre do ano passado, os preços industriais seguem registrando deflação na margem. 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 IBGE, recuou 3,3% em fevereiro, após queda de 6,3% no mês anterior. Ainda considerando a série dessazonalizada, na comparação mês a mês, a produção física da indústria cresceu 1,8% em fevereiro, após expansão de 2,2% em janeiro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exibiu recuo de 17,0% em fevereiro, com queda de 18,8% na indústria extrativa e de 16,9% na de transformação. O comportamento da série da indústria geral, e de seus componentes, na margem, com os dados até aqui disponíveis, sugere que o piso da produção teria ocorrido em dezembro-janeiro. Entretanto, a atividade industrial continua sendo influenciada pela crise internacional, tanto por seus efeitos sobre as exportações e as condições de crédito, quanto sobre as expectativas das empresas e das famílias. Nesse contexto, certos segmentos industriais têm sido levados a ajustar estoques e a reduzir a produção, destacando-se mais recentemente a indústria de bens intermediários.

5. Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de

capital recuou 6,3% em fevereiro, após elevação de 4,9% em janeiro. No que se refere às demais categorias, a produção de bens intermediários cresceu 1,5% em fevereiro e 0,9% em janeiro; a de semiduráveis teve alta de 1,7% em fevereiro e queda de 0,5% em janeiro; enquanto a produção de bens de consumo duráveis, fortemente influenciada pelo setor automotivo, teve elevação de 10,5% em fevereiro, seguindo alta de 36,2% em janeiro. A perda de dinamismo da produção de bens de capital reflete a persistência da turbulência financeira internacional e suas consequências sobre a confiança empresarial. Por sua vez, a recuperação, na margem, do dinamismo da produção de bens duráveis reflete, em grande parte, medidas de desoneração tributária bem como certa distensão nas condições de crédito. A trajetória futura da produção industrial dependerá desses fatores, aos quais se contrapõem a deterioração da demanda externa e o processo de ajuste de estoques acima citado.

6. O mercado de trabalho continua registrando indicadores ambíguos, combinando aspectos favoráveis com sinais de perda de vigor. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) deslocou-se de 8,5% em fevereiro para 9,0% em março (ante 8,6% em março de 2008). Na série dessazonalizada, a taxa elevou-se em 0,2 p.p. para 8,5%. O rendimento médio habitual registrou alta de 4,6% em fevereiro, comparativamente ao mesmo mês de 2008, e de 5,0%, sob esse critério de comparação, em março, graças, em parte, à redução da inflação. O emprego, por sua vez, teve elevação de 1,4% em fevereiro e de 0,9% em março, ante os mesmos meses do ano anterior. Em consequência, a expansão da massa salarial real atingiu 6,6% em janeiro e 6,2% em fevereiro, continuando a constituir fator-chave para a sustentação da demanda doméstica. Por sua vez, o emprego na indústria de transformação caiu 0,9% em fevereiro (após quedas de 0,8% e de 0,9% em janeiro de 2009 e dezembro de 2008, respectivamente), segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), dessazonalizados pelo Banco Central. Comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, a redução do pessoal empregado atingiu 1,5%, com variação em doze meses de 3%. Segundo dados do IBGE, o pessoal ocupado na indústria caiu 1,3% em fevereiro (após queda de 1,3% em janeiro de 2009 e de 1,9% em dezembro de

2008), na série com ajuste sazonal, acumulando alta de 1% em doze meses e queda de 4,2% comparativamente a fevereiro de 2008. Ainda sobre o mercado de trabalho, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam alguma recuperação da geração de vagas no setor formal a partir de fevereiro, ainda que aquém do padrão sazonal. Em março foram abertos 34.818 postos de trabalho (ante saldo positivo de 9.179 em fevereiro). O setor que mais demitiu em março foi a Indústria de Transformação, que fechou 35.775 postos, seguido pelo Comércio, que habitualmente contrata nesse período, com fechamento de 9.697 vagas. Por outro lado, a Construção Civil e o setor de Serviços abriram vagas nesse mês: 16.123 e 49.280 postos, respectivamente. O resultado para a Construção Civil foi superior à média dos últimos cinco anos (13.958 vagas).

7. O volume de vendas do comércio ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, teve elevação de 2,5% em fevereiro, seguindo alta de 5,3% em janeiro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve elevação de 1,6%, o que resultou em crescimento de 2,2% no ano. A média móvel trimestral da taxa de crescimento do comércio ampliado cresceu 2,6% em fevereiro, na série com ajuste sazonal, após registrar ampliação de 1,1% em janeiro. Na comparação com o mês anterior, pela série com ajuste sazonal, os destaques positivos foram vendas de veículos e motos, partes e peças (4,6%) e outros artigos de uso pessoal e doméstico (4,3%). Os negativos foram livros, jornais, revistas e papelaria (-9,1%) e móveis e eletrodomésticos (-1,2%). No ano, o crescimento acumulado foi mais expressivo nos segmentos de equipamentos e material para escritório (13,3%) e livros, jornais, revistas e papelaria (13,1%). Após quedas em outubro, novembro e dezembro, os dados do comércio ampliado para janeiro e fevereiro evidenciam recuperação influenciada, principalmente, pela alta nas vendas de veículos, em resposta a incentivos setoriais concedidos pelo governo e a alguma melhora no acesso ao crédito automotivo. Nos próximos trimestres, a trajetória do comércio continuará sendo sustentada pelas transferências governamentais e pelo crescimento da massa salarial real, cuja evolução deve ser beneficiada pela redução da inflação, mas será também afetada pela evolução nas condições de

acesso ao crédito e pelo comportamento da confiança dos consumidores.

8. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação atingiu 77,8% em fevereiro, abaixo do patamar observado em janeiro, segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central. A série dessazonalizada pela própria CNI mostra estabilidade em 77,8% em janeiro e fevereiro. Considerando a série sem ajuste sazonal, em fevereiro o Nuci situou-se 5,5 p.p. abaixo do patamar registrado no mesmo mês de 2008. Por sua vez, o Nuci mensal sem ajuste sazonal, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), permaneceu estável em março, em 77,0%, 8,2 p.p. abaixo do patamar observado no mesmo mês de 2008. Essa redução da taxa de utilização da capacidade, na comparação interanual, também se verifica nas indústrias de bens de consumo (-5,1 p.p.), de bens intermediários (-9,6 p.p.), de bens de capital (-15,8 p.p.), e de material de construção (-9,3 p.p.). A redução dos indicadores de utilização compilados pela CNI e pela FGV parece resultar de combinação da maturação de projetos de investimento com a acomodação da atividade e sinaliza sensível ampliação da margem de ociosidade da indústria. Por outro lado, dados sobre a absorção de bens de capital mostram continuidade da retração na margem e na comparação com os mesmos períodos do ano anterior. A absorção de bens de capital apresentou queda de 6,7% em fevereiro, segundo dados dessazonalizados, e de 25,5% na comparação com fevereiro de 2008, no que se refere a dados observados. Por sua vez, a produção de insumos para a construção civil mostrou estabilidade na margem, em fevereiro, após registrar queda de 0,5% em janeiro, caindo 13,5% em relação a fevereiro do ano anterior. Em síntese, as evidências sugerem que ocorre redução das pressões de demanda sobre a capacidade produtiva da indústria, embora a velocidade de declínio das taxas de utilização tenha se reduzido. 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. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses vem mostrando elevação moderada na

margem. Sob esse critério, o saldo totalizou US\$23,3 bilhões em janeiro e elevou-se para US\$24,2 bilhões em fevereiro e para US\$25,1 bilhões em março. Esse resultado adveio de US\$190,4 bilhões em exportações e de US\$165,3 bilhões em importações, com crescimento de 15,2% e 26,0%, respectivamente, em relação a março de 2008. O ajuste de preços relativos e a acomodação do ritmo de expansão da demanda doméstica contribuem para a recuperação do superávit comercial, mas a piora dos termos de intercâmbio atua na direção oposta. Já a redução das remessas de lucros e dividendos vem contribuindo para conter o déficit em transações correntes, que atingiu US\$28,2 bilhões em dezembro de 2008, recuando para US\$23,0 bilhões em março, equivalente a 1,6% do Produto Interno Bruto (PIB). Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos chegaram, nos doze meses até março, a US\$41,6 bilhões, equivalentes a 2,9% do PIB.

10. O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado pela continuidade do estresse nos mercados financeiros internacionais, com origem nos Estados Unidos da América (EUA) e na Europa, mas cujas repercussões sobre as economias emergentes continuam sendo significativas. Contudo, ações governamentais inéditas por parte de autoridades americanas e européias, utilizando ampla gama de instrumentos, com vistas a assegurar condições mínimas de funcionamento e liquidez nos mercados monetários, têm moderado a percepção de risco sistêmico. Nesse ambiente, há sinais, ainda incipientes, de redução na aversão ao risco, mas o retorno da confiança permanece frágil, haja vista a suscetibilidade do sentimento dos mercados ao fluxo de notícias econômicas e não-econômicas. Mesmo que incipiente, a diminuição da aversão ao risco e da escassez de fluxos de capitais ensejou, nas últimas semanas, movimento de recuperação nas moedas de economias emergentes ante o dólar americano.

11. No que se refere ao cenário macroeconômico global, tendências contracionistas prevalecem sobre as pressões inflacionárias. A visão atualmente dominante aponta para contração da economia mundial em 2009, com recuperação apenas em 2010. As projeções consensuais apontam para retração intensa da atividade nos EUA, na Europa e no Japão, que não seria totalmente compensada pelos bolsões de dinamismo econômico existentes

nas economias emergentes, mormente na Ásia. Há evidências de que a debilidade mais pronunciada da atividade econômica na Europa e em partes da Ásia devia-se, em importante medida, ao choque negativo de termos de troca ocasionado pela elevação dos preços de *commodities* em 2008, que foi revertido, propiciando incrementos de renda disponível nessas regiões. Por outro lado, os problemas do sistema financeiro internacional continuam sendo agravados por deterioração cíclica na qualidade do crédito, centrada nos EUA e na Europa, o que tende a reforçar a contração das condições financeiras e, por conseguinte, o risco de intensificação da desaceleração. Nas economias maduras, em que a ancoragem das expectativas de inflação é mais forte e a atividade econômica vem se enfraquecendo consideravelmente e há mais tempo, as pressões inflacionárias têm mostrado redução rápida. Também nas economias emergentes o processo de desinflação parece ter ganhado dinamismo, em que pese maior persistência da dinâmica inflacionária. Nesse contexto, ao mesmo tempo em que as políticas monetárias adquiriram caráter fortemente expansionista nas economias maduras, nas economias emergentes a postura expansionista tem sido mais moderada. Paralelamente, as autoridades nos EUA, na Europa ocidental e na Ásia vêm anunciando uma série importante de iniciativas voltadas a sustentar a atividade por meio de estímulos fiscais, o que poderia contribuir para gradual retomada econômica. Note-se, contudo, que as estimativas sobre os custos fiscais dos pacotes de estímulo macroeconômico e de apoio ao setor financeiro vêm se elevando, o que tem suscitado pressões sobre a classificação de risco de diversos créditos soberanos, até mesmo em economias avançadas.

12. Os preços do petróleo continuam voláteis, mas mostraram elevação importante ante os patamares observados por ocasião da última reunião deste Comitê. As cotações nos mercados futuros também mostraram elevação. A incerteza que envolve essas cotações segue elevada, uma vez que o cenário prospectivo depende da evolução da demanda, especialmente nas economias emergentes, da perspectiva de evolução da oferta global, em cenário de incerteza quanto à implementação e maturação de investimentos no setor, 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 em 2009, permanece plausível, mas, a persistir o quadro atual do mercado de petróleo, não parece prudente descartar por completo a hipótese de que ocorra redução de preços. Cabe assinalar, entretanto, que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a redução dos preços internacionais do petróleo, verificada desde o segundo semestre de 2008, 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. O comportamento dos preços de *commodities* agrícolas, que têm impacto particularmente importante para evolução dos custos alimentares, como trigo, soja e milho, foi heterogêneo desde a última reunião do Copom, embora com tendência predominante de alta.

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 para os reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão foram mantidas em 0%, para o acumulado de 2009, assim como na reunião do Copom de março;

b) no tocante às projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2009, a primeira foi mantida no mesmo percentual considerado na reunião de março (5,0%), enquanto a segunda reduziu-se para 6,3%;

c) a projeção, construída item a item, de reajuste para o conjunto de preços administrados para o acumulado de 2009 reduziu-se para 5,0%, ante os 5,5% considerados na reunião de março. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,56% do total do IPCA de março;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2010 encontra-se

em 4,8%, assim como na reunião de março. 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* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 22 p.b. no quarto trimestre de 2009 e de 60 p.b. no último trimestre de 2010.

14. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta a hipótese de trabalho do cumprimento da meta de superávit primário de 2,5% do PIB em 2009, ante 3,8% considerados por ocasião da reunião de março. As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

15. 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 2009, que passou de 4,57% para 4,30%. Para 2010, as expectativas de inflação reduziram-se, de 4,50%, coletados às vésperas da reunião de março, para 4,30%.

16. Considerando as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em 2,20 R\$/US\$ e da taxa Selic em 11,25% a.a. em todo o horizonte, a projeção para a inflação em 2009 recuou em relação ao valor considerado na reunião do Copom de março e encontra-se sensivelmente abaixo 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 2009 também recuou em relação ao valor considerado na última reunião do Copom e também se encontra sensivelmente abaixo do valor central para a meta de inflação. Para 2010, as projeções de inflação, segundo os cenários de referência e de mercado, mostraram estabilidade em relação aos respectivos valores considerados na última reunião do Copom. No cenário de referência, a projeção se mantém sensivelmente abaixo do valor central de 4,50%, ao passo que, no cenário de mercado, encontra-se em torno desse valor.

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 indicam que o ritmo de expansão da demanda arrefeceu consideravelmente desde o terceiro trimestre de 2008, em parte em reação ao substancial e generalizado desaquecimento da atividade em outras economias, avançadas e emergentes. Por sua vez, o aumento da aversão ao risco e o aperto das condições de liquidez prevalentes nos mercados internacionais observados desde então, ainda que com abrandamento na margem, continuam impondo ajuste no balanço de pagamentos. Contudo, desde a última reunião do Comitê, surgiram sinais, ainda incipientes e sujeitos a reversão, de redução da aversão global ao risco, com impactos tanto sobre os preços de ativos brasileiros quanto os de *commodities*, influenciando também as condições financeiras. Mesmo assim, cabe notar que a trajetória dos índices de preços, em diversas economias, todavia evidencia significativa redução das pressões inflacionárias externas, especialmente nas economias maduras, mas também em algumas emergentes. Dessa forma, o efeito líquido da desaceleração global sobre a trajetória da inflação doméstica segue sendo, até o momento, predominantemente benigno. O Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos sejam preservados.

18. O Copom avalia que a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação segue diminuindo. Os sinais de substancial acomodação da demanda doméstica e de moderação de pressões sobre o mercado de fatores, ainda que permaneçam sujeitos a incertezas, devem ensejar redução do risco de repasse de pressões altistas sobre preços no atacado (que, de resto, vêm mostrando deflação nos últimos meses) 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. A propósito, as expectativas de inflação para 2009 e 2010 recuaram desde a última reunião do Copom, para patamares inferiores ao da meta, mas continuam

sendo monitoradas com particular atenção. Adicionalmente, cabe notar que, segundo indicadores disponíveis, o comportamento da demanda doméstica deve exercer menos pressão sobre os preços dos itens não transacionáveis, como os serviços, nos próximos trimestres. De qualquer modo, o Comitê reafirma que continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes.

19. 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 valores correntes observados para essa variável. Tais considerações ganham ainda mais relevância em momentos cercados por mais incerteza.

20. As perspectivas para a evolução da atividade econômica mostraram melhora desde a última reunião do Copom, ainda que os dados sobre a indústria sigam em parte refletindo processo de redução de estoques. Diante dos efeitos da crise internacional sobre as condições financeiras internas, a contribuição do crédito para a sustentação da demanda doméstica arrefeceu de forma intensa, mas há sinais incipientes de recuperação, em especial no que se refere aos empréstimos para pessoas físicas. A severidade da crise internacional exerceu influência negativa sobre a confiança dos consumidores e dos empresários, mas também nesse caso há sinais de recuperação. Nessas circunstâncias, em que pese certa distensão das condições financeiras, a retomada da atividade depende de forma importante da evolução da massa salarial real e dos efeitos dos incrementos das transferências governamentais que devem ocorrer neste ano. Note-se, em resumo, que as influências contracionistas da crise financeira internacional sobre o dinamismo da economia doméstica e, conseqüentemente, sobre o contexto no qual tem atuado a política monetária, podem se mostrar persistentes, mas não serão permanentes. Essas ponderações tornam-se ainda mais relevantes quando se leva em conta que as

decisões correntes de política monetária terão impactos concentrados no segundo semestre de 2009 e em 2010.

21. O Copom entende que a perda de dinamismo da demanda doméstica gerou ampliação da margem de ociosidade da utilização dos fatores, ocasionando redução das pressões inflacionárias. Por outro lado, os riscos remanescentes para a dinâmica inflacionária derivam da trajetória dos preços de ativos brasileiros, em que pese recuperação recente, associada à recuperação parcial dos preços das *commodities*, em meio a um processo de estreitamento das fontes de financiamento externo, bem como de mecanismos de reajuste que contribuem para prolongar no tempo pressões inflacionárias observadas no passado, como evidencia o comportamento dos preços dos serviços e de itens monitorados desde o início do ano. O balanço dessas influências sobre a trajetória prospectiva da inflação será fundamental na avaliação das diferentes possibilidades que se apresentam para a política monetária.

22. A evidência internacional, bem como a experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas levam ao aumento dos prêmios de risco, tanto para o financiamento privado quanto para o público, 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. Assim sendo, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar que a inflação retorne à meta central de 4,5%, estabelecida pelo CMN, em 2009, e mantê-la em patamar consistente com a trajetória de metas em 2010. 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.

23. O Copom avalia que, diante dos sinais de arrefecimento do ritmo de atividade econômica, no que se refere, por exemplo, aos indicadores de produção industrial (ainda que exacerbados, em alguns setores, pela continuidade do ajuste de estoques), dados disponíveis sobre o mercado de trabalho e as taxas de utilização da capacidade na indústria, bem como sobre confiança de empresários

e consumidores, e do recuo das expectativas de inflação para horizontes relevantes, continuaram se consolidando as perspectivas de 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 manifesta-se nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê e nas expectativas de inflação preparadas por analistas independentes. O Comitê entende também que a melhora do cenário prospectivo para a inflação em 2009 e em 2010 não foi, até o momento, incorporada na estrutura a termo da taxa de juros. Ainda assim, a despeito de haver margem para um processo de flexibilização, a política monetária deve manter postura cautelosa, visando assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas.

24. O Comitê entende que o desaquecimento da demanda, motivado pelo aperto das condições financeiras e pela deterioração da confiança dos agentes, ainda que nos dois casos se observe alguma melhora na margem, bem como pela contração da economia global, criou importante margem de ociosidade dos fatores de produção que não deve ser eliminada rapidamente em um cenário de recuperação gradual da atividade econômica. Esse desenvolvimento deve contribuir para conter as pressões inflacionárias, mesmo diante das consequências do processo de ajuste do balanço de pagamentos e da presença de mecanismos de realimentação inflacionária na economia, abrindo espaço para flexibilização da política monetária. A avaliação do Copom sobre o espaço para distensão monetária adicional, que é condicionado pelas perspectivas para a inflação em relação à trajetória de metas, leva em conta o fato de que mudanças da taxa básica de juros têm efeitos sobre a atividade e sobre a dinâmica inflacionária que se acumulam ao longo do tempo. Adicionalmente, o Comitê entende que a continuidade do processo de flexibilização monetária torna premente a atualização de aspectos, resultantes do longo período de inflação elevada, que subsistem no arcabouço institucional do sistema financeiro nacional.

25. Nesse contexto, avaliando o cenário macroeconômico e visando ampliar o processo de distensão monetária, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 10,25% a.a., sem viés, por unanimidade.

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. Depois de longo período de expansão, a demanda doméstica passou a exercer influência contracionista sobre a atividade econômica, a despeito da persistência de fatores de estímulo, como o crescimento da renda. Adicionalmente, cabe registrar que as expectativas inflacionárias para 2009 e 2010 mostraram recuo desde a última reunião do Comitê. Por outro lado, a desaceleração da economia global tem gerado pressões baixistas sobre os preços industriais no atacado, a despeito do ajuste cambial. Nesse ambiente, a política monetária pode ser flexibilizada sem colocar em risco a convergência da inflação para a trajetória de metas. Na eventualidade de se verificar deterioração 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 junho 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

28. O IPCA variou 0,20% em março, ante 0,55% em fevereiro, e acumulou alta de 1,23% no primeiro trimestre do ano. Nos últimos doze meses encerrados em março, o IPCA variou 5,61%, comparativamente a 5,90% em fevereiro. No mês, observou-se desaceleração tanto nas variações dos preços livres, 0,23% ante 0,67% em fevereiro, como nas dos preços monitorados, 0,14% ante 0,28% no mês anterior. Em doze meses, os preços livres acumularam alta de 6,44%, e os monitorados, de 3,68%, comparativamente a variações de 6,71% e 4,02%, respectivamente, em fevereiro.

29. O núcleo por exclusão de alimentos no domicílio e preços monitorados variou 0,25% em março,

desacelerando em relação aos 0,88% observados em fevereiro, e acumulou 6,02% em doze meses. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização registrou taxa de 0,35%, ante 0,29% em fevereiro, acumulando aumento de 4,85% em doze meses. Pelo critério de médias aparadas sem suavização, o indicador mostrou arrefecimento em março (0,21%), relativamente ao mês anterior (0,27%), e acumulou 4,64%, em doze meses. O índice de difusão situou-se em 60,16%, comparativamente aos 58,07% registrados em fevereiro.

30. O IGP-DI recuou 0,84% em março, após queda de 0,13% em fevereiro, e acumulou variações de -0,95% no primeiro trimestre do ano, e de 5,86% em doze meses. O Índice de Preços por Atacado (IPA) registrou queda de 1,46% em março, refletindo o recuo tanto nos preços dos produtos agropecuários, 2,37%, quanto no dos industriais, 1,16%. Em doze meses, o IPA cresceu 4,98%, com aumento de 7,22% nos preços dos produtos industriais e queda de 0,93% nos dos agrícolas. Ressalte-se a expressiva desaceleração do IPA, consideradas as variações acumuladas em doze meses concluídos em setembro, dezembro e março, 14,33%, 9,80% e 4,98%, respectivamente. O IPC-Br registrou taxas de 0,21% em fevereiro e de 0,61% em março, e acumulou, em doze meses, crescimento de 6,15% e 6,32%, respectivamente. A variação do INCC atingiu -0,25% em março, a menor taxa mensal apurada para o índice desde abril de 1998. Em doze meses, o INCC acumulou alta de 10,66%. O núcleo do IPC-Br situou-se em 0,39% no mês, ante 0,33% em fevereiro, totalizando variação de 4,33% em doze meses.

31. Considerando o IPA por estágios de processamento, os preços dos bens finais, dos bens intermediários e das matérias-primas brutas diminuíram 0,07%, 1,84% e 2,69%, respectivamente, em março. No acumulado em doze meses, até março, esses três segmentos, mantida a mesma ordem, registraram elevações de 4,25%, 5,97% e de 4,16%.

32. Índices parciais sobre a evolução da inflação em abril apontam alta nos preços ao consumidor e arrefecimento da queda nos preços no atacado, em relação aos resultados de março. O IPCA-15 variou 0,36% em abril, refletindo maiores elevações no grupo despesas pessoais, habitação e vestuário. No atacado, conforme resultado do Índice Geral de

Preços – Mercado (IGP-M) de abril, observou-se reversão do recuo nos preços dos produtos agrícolas, que registraram alta no mês, e continuidade da queda dos preços industriais.

Atividade econômica

33. Segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, o comércio ampliado cresceu 2,5% em fevereiro, em relação ao mês anterior, refletindo o aumento das vendas em sete dos dez segmentos abrangidos pela pesquisa, com destaque para o desempenho de veículos e motos, partes e peças, 4,6%, favorecido pela redução da alíquota do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI). As vendas de materiais de construção cresceram 3,8% na comparação mensal, após quatro meses consecutivos em queda. Entre os segmentos que registraram resultado negativo nas vendas em fevereiro, destacou-se o de livros, jornais, revistas e papelaria, com queda de 9,1%.

34. Considerando comparações entre idênticos períodos de 2009 e de 2008, a elevação nas vendas no comércio ampliado alcançou 1,6% em fevereiro e totalizou alta de 2,2% no primeiro bimestre de 2009. Em fevereiro, comparativamente a igual mês de 2008, destacou-se o acréscimo nas vendas dos segmentos artigos farmacêuticos e médicos, 12%; equipamentos e material para escritório, 11,3%; e outros artigos de uso pessoal e doméstico, 10,5%. Foi registrado recuo nas vendas de material de construção, 12,8%; de tecidos, vestuários e calçados, 6,9%; e de móveis e eletrodomésticos, 2,1%.

35. Indicando a continuidade de expansão nas vendas varejistas, os dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista, mostraram acréscimos de 1,9% nas consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) e de 0,3% ao sistema Usecheque em março, comparativamente a fevereiro, após ajuste sazonal. Na relação com igual período do ano anterior, esses indicadores registraram, em março, queda de 5,1% e aumento de 0,5%, respectivamente, e no primeiro trimestre de 2009, ambos apresentaram redução, de 7,8% e 3,2%, na mesma ordem.

36. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, que incluem automóveis, comerciais leves,

caminhões e ônibus, cresceram 8,3% em março, em relação a fevereiro, segundo dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrade), dessazonalizados. No primeiro trimestre de 2009, a venda de veículos atingiu 668 mil unidades, com aumento de 3,1% ante o mesmo período de 2008, apesar do recuo de 16,6% nas vendas de caminhões.

37. Em relação aos indicadores de investimento, a produção de bens de capital recuou 6,3% em fevereiro, comparativamente ao mês anterior, e a de insumos típicos da construção civil manteve-se estável no período, considerando dados com ajuste sazonal. Em comparação ao mesmo período de 2008, esses indicadores mostraram recuo de 24,4% e de 13,5%, respectivamente, em fevereiro, e de 19,5% e 12,3% no primeiro bimestre de 2009.

38. As importações de bens de capital cresceram 13,1% em março, em relação a fevereiro, de acordo com os índices de *quantum* da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizados pelo Banco Central. O indicador de março aumentou 32,4% em relação ao do mesmo mês de 2008, acumulando expansão de 4,6% no primeiro trimestre de 2009, comparativamente a igual período do ano anterior, interrompendo a trajetória de queda verificada nos últimos meses.

39. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção física da indústria cresceu 1,8% em fevereiro, considerando a série dessazonalizada, em comparação com o mês anterior. Dezesseis das vinte e sete atividades pesquisadas registraram acréscimo na produção mensal, com destaque para o desempenho de veículos automotores, 8,7%, outros produtos químicos, 8%, edição e impressão, 10,3%, e material eletrônico e equipamentos de comunicações, 8,7%. Por categorias de uso, mantida a base de comparação, registrou-se avanço na produção de bens de consumo duráveis, 10,5%, bens semi e não duráveis, 1,7%, e bens intermediários, 1,5%.

40. Em comparação com fevereiro de 2008, a produção industrial diminuiu 17%, reflexo de variações negativas em todas as categorias de uso: bens de capital, 24,4%; bens de consumo duráveis, 24,3%; bens intermediários, 21%; e bens de consumo semi e não duráveis, 3,3%. A atividade industrial

acumulada nos últimos doze meses encerrados em fevereiro decresceu 1% em relação à dos doze meses anteriores, ante a expansão, de igual magnitude, registrada em janeiro, no mesmo tipo de comparação.

41. Indicadores da CNI apontaram recuperação da atividade industrial em fevereiro, relativamente a janeiro, com elevações de 3,6% no faturamento real e de 1% nas horas trabalhadas na produção, conforme dados dessazonalizados. A utilização da capacidade instalada diminuiu 0,1 p.p. no mesmo período. Em comparação com fevereiro de 2008, essas variáveis apresentaram queda de 10%, 8,3% e 5,5 p.p., considerada a mesma sequência.

42. Segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção de autoveículos alcançou 272,4 mil unidades em março, resultado 4% menor que o observado em igual mês de 2008. Considerando dados dessazonalizados, a produção de autoveículos aumentou 10% em relação à de fevereiro, determinando crescimento de 19,4% no primeiro trimestre deste ano, comparativamente ao último trimestre de 2008. No acumulado em doze meses até março, relativamente a igual período precedente, a produção de autoveículos recuou 0,6% e a de máquinas agrícolas cresceu 12,2%. As vendas de autoveículos no mercado interno cresceram 8,7% em março, em relação a igual mês de 2008, acumulando crescimento de 3,9% em doze meses, e as exportações apresentaram retrações de 46,8% e de 18,7%, nas mesmas bases de comparação.

43. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de março estimou a safra de grãos de 2009 em 136,4 milhões de toneladas, ante a estimativa de 135,3 milhões de toneladas feita em fevereiro. A nova previsão representa queda de 6,5% em relação à produção de 2008. Projeta-se retração de 12,6% e de 2,3% na produção de milho e de soja, respectivamente. Produtos relacionados diretamente com a cesta básica, como arroz e feijão, devem ter sua produção ampliada em 4,7% e 9,8%, na ordem.

Expectativas e sondagens

44. Segundo a pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), o ICC registrou queda de 2,6% em abril, em relação a março, em decorrência do recuo de 4,9% no Índice

das Expectativas do Consumidor (IEC), haja vista a elevação de 1,5% no Índice relativo às Condições Econômicas Atuais (Icea). Em relação a abril de 2008, o ICC recuou 16,2%, refletindo, principalmente, a retração de 25,4% do Icea.

45. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) aumentou 2,5% em abril, em relação a março, segundo a Sondagem de Expectativas do Consumidor, de abrangência nacional, elaborada pela FGV. A elevação da confiança refletiu o aumento mensal na componente relativa às expectativas dos consumidores, 5%, cujo impacto na composição do indicador geral sobrepôs-se ao efeito da queda de 1% observada na componente referente à situação atual. Em relação a abril do ano passado, o ICC recuou 13,7%.

46. Em relação às expectativas no setor fabril, a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, evidenciou, em março, pelo terceiro mês consecutivo, ligeira melhora da confiança empresarial, embora o Índice de Confiança da Indústria (ICI) mantenha-se em patamar relativamente baixo, quando comparado à média de 2008. O ICI alcançou 77,9 pontos, após ajuste sazonal, com elevação de 1,7 p.p. em relação a fevereiro, resultado das altas de 2,2% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 2,3% no Índice de Expectativas. Segundo a mesma Sondagem, o Nuci atingiu 77% em março, 8,2 p.p. abaixo do patamar de março de 2008. Considerando a série dessazonalizada, o Nuci observado em março, 77,7%, situou-se 0,1 p.p. acima do registrado em fevereiro.

Mercado de trabalho

47. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, foram abertos 34,8 mil postos de trabalho formais em março, após saldo de 9,2 mil em fevereiro, totalizando 840 mil em doze meses. Entre as atividades, serviços e construção civil registraram contratações líquidas no período (49,3 mil e 16,1 mil, respectivamente), enquanto na indústria de transformação e no comércio, verificaram-se 35,8 mil e 9,7 mil desligamentos, na mesma ordem. Os dados dessazonalizados mostraram declínio de 0,2% no nível de emprego em março, ante fevereiro. No primeiro trimestre, esse indicador cresceu 3,4%, influenciado pelas elevações de 8,2% na construção civil, de 4,7% nos serviços e de 4,5% no comércio.

48. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto aumentou em março deste ano, situando-se em 9%, relativamente à taxa apurada em fevereiro, 8,5%, e em março de 2008, 8,6%. O aumento mensal refletiu a ampliação na População Economicamente Ativa (PEA), 0,7%, diante da estabilidade do nível de ocupação. Comparativamente a março de 2008, o aumento do desemprego decorreu do crescimento superior da PEA, 1,4%, relativamente ao número de ocupados, 0,9%. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido atingiu R\$1.321,40 em abril, recuando 0,2% em relação a fevereiro, mas mantendo crescimento significativo em relação a igual mês de 2008, 5,1%.

Crédito e inadimplência

49. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro totalizou R\$1.241 bilhões em março, com crescimento de 1% no mês e de 25% em doze meses. Esse volume representou 42,5% do PIB, ante 41,3% em dezembro e 35,5% em março de 2008. As operações com recursos livres aumentaram 0,9% no mês e 23,9% em doze meses. Entre as operações de crédito com recursos livres, que representam 70,5% do total do sistema financeiro, o saldo das operações com pessoas físicas cresceu 1,2% no mês e 20,9% em doze meses, enquanto o das operações realizadas com pessoas jurídicas registrou acréscimo de 0,6% e 26,7%, respectivamente. As operações com recursos direcionados evoluíram 1,2% no mês e 27,5% em doze meses, com destaque para o aumento mensal de 2,5% nos financiamentos habitacionais.

50. Apesar da expansão mensal de 1,3%, as operações de arrendamento mercantil realizadas por pessoas físicas continuam perdendo dinamismo na margem, com o declínio do crescimento em doze meses de 116,3% em outubro para 77,2% em março. Considerada a segmentação por atividade econômica, o saldo dos empréstimos à indústria cresceu 0,4% no mês e 30,1% em doze meses.

51. A taxa média de juros ativa, incidente sobre as operações de crédito referenciais, situou-se em 39,2% a.a. em março, ante 43,3% a.a. em dezembro e 37,6% a.a. em março de 2008. A taxa média das operações com pessoas físicas decresceu 7,8 p.p. em relação a

dezembro, ao atingir 50,1%. Nos empréstimos contratados com pessoas jurídicas, houve recuo de 1,8 p.p. ante dezembro, alcançando 28,9%.

52. A taxa de inadimplência das operações de crédito referenciais, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, situou-se em 5% em março, 0,9 p.p. maior que a do mês correspondente de 2008. Por segmentos, as taxas relativas a operações com pessoas jurídicas e pessoas físicas alcançaram, 2,6% e 8,3%, respectivamente, comparadas a 1,8% e 6,9% em março de 2008.

53. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, alcançou 9,2% em março, ante 7,6% no mesmo mês do ano anterior.

Ambiente externo

54. Não obstante diversos indicadores dos mercados financeiros internacionais terem registrado melhora desde a última reunião do Copom, a sustentabilidade desse movimento ainda é incerta. As condições no mercado de crédito das economias maduras ainda permanecem sob estresse, com os bancos limitando o acesso ao crédito. Os *spreads* de *Credit Default Swaps* (CDS) de bancos e de corporações seguem em patamares elevados, embora tenham apresentado expressiva redução em abril. A demanda final por bens e serviços, especialmente a relacionada ao consumo das famílias, dá sinais de estabilização nos Estados Unidos e na Área do Euro. No entanto, o aumento da poupança das famílias continua sendo tema central na definição da consistência e do ritmo de recuperação do consumo. O investimento privado continua em colapso, implicando o crescimento da taxa de desemprego, tanto nas economias maduras quanto nas economias emergentes. As recentes estimativas do Fundo Monetário Internacional (FMI) apontam para retração de 1,3% do PIB global em 2009 – redução de 1,8 p.p. em relação à estimativa de janeiro passado –, bem como um recuo de 11% no comércio internacional em 2009.

55. Do ponto de vista da inflação, o cenário de recessão global tem contribuído para desinflação e, em alguns casos, para deflação dos preços de energia e alimentos, o que tem-se traduzido em confirmação da trajetória desinflacionária, por exemplo, no Canadá, na Área do Euro e no Chile, ou

deflacionária, a exemplo do que já se observa na Suíça, no Japão, na China e nos EUA. Neste último, o Índice de Inflação ao Consumidor (IPC) acumulado em doze meses, pressionado por redução de 23% no preço da energia, recuou para -0,38% em março. Para o mesmo período, os respectivos IPCs indicam deflação de 1,2% na China e inflação de 0,6% na Área do Euro, regiões onde a alta dos preços atingiu 7,1% e 4,0%, respectivamente, em junho de 2008.

56. Em decorrência da manutenção, ou mesmo do aprofundamento, das restrições ao crédito, da crise nos sistemas financeiros e do comportamento dos preços, as autoridades monetárias das economias maduras, e também das economias emergentes, aprofundaram o caráter acomodatório de suas políticas monetárias. Além das contínuas injeções de recursos nos sistemas locais, os juros anuais foram rebaixados para 0,5%, 1,25% e 0,5% no Reino Unido, na Área do Euro e no Canadá, respectivamente. Postura semelhante foi assumida, por exemplo, pelos bancos centrais do Chile, da Turquia, da Nova Zelândia e da África do Sul, com taxas em 2,25%, 9,75%, 3,0% e 9,5%, respectivamente. Japão e EUA continuam trabalhando com políticas de juros nominais próxima a zero. Destaque-se ainda que, nos Estados Unidos, no Japão e no Reino Unido, os bancos centrais já deram início ao programa de compra de títulos de longo prazo, com o objetivo de favorecer a redução dos juros e minorar o *spread* de captação das corporações, o que deve possibilitar algum impulso no investimento privado. Adicionalmente, no Japão, onde as perspectivas econômicas se deterioraram expressivamente, o governo, além das facilidades monetárias, anunciou lançamento de um novo pacote fiscal no montante de 15,4 trilhões de ienes, cerca de 3% do PIB local.

Comércio exterior e reservas internacionais

57. A balança comercial apresentou superávit de US\$1,8 bilhão em março, totalizando US\$3 bilhões no primeiro trimestre de 2009. No mês, as exportações alcançaram US\$11,8 bilhões, e as importações US\$10 bilhões, com retração de 14,9% e 21,5%, respectivamente, em comparação com março de 2008, consideradas as médias diárias. A corrente de comércio atingiu US\$21,8 bilhões em março, com declínio de 18,1% pelas médias diárias, em relação a igual mês do ano anterior.

58. O recuo de 19,4% das exportações no primeiro trimestre reflete o arrefecimento da atividade econômica mundial e os efeitos sobre os preços dos principais produtos da pauta. Segundo os índices da Funcex, os preços dos produtos exportados recuaram 6,3% no período, enquanto o *quantum* exportado diminuiu 14,2%. No caso das importações brasileiras, a retração de 21,6% no mesmo período refletiu mais intensamente a desaceleração da atividade econômica doméstica, uma vez que o índice de *quantum* decresceu 20,4%, ante redução de 1,9% no índice de preços.

59. As reservas internacionais no conceito de liquidez, que abrangem linhas com recompra e operações de empréstimo em moedas estrangeiras, atingiram US\$202 bilhões em março, com acréscimo de US\$3 bilhões em relação ao mês anterior. No conceito caixa, totalizaram US\$190 bilhões, com aumento de US\$3,5 bilhões em relação à posição do final de fevereiro.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

60. No período compreendido entre as reuniões do Copom de março e de abril, as taxas de juros de curto prazo apresentaram importante redução, influenciadas pelo comportamento benigno dos índices de inflação corrente, pelo recuo das expectativas inflacionárias e pela divulgação de dados de atividade e do mercado de trabalho, considerados fracos. As taxas de médio e longo prazo tiveram movimento inverso, principalmente a partir do início de abril, em reação à expectativa dos investidores de recuperação mais rápida das economias doméstica e internacional, em resposta aos estímulos fiscal e monetário implementados até o momento. Entre 9 de março e 27 de abril, as taxas de juros de um, de três e de seis meses e de um ano cederam 1,24 p.p., 0,99 p.p., 0,56 p.p. e 0,12 p.p., respectivamente. Por outro lado, as taxas para os prazos de dois e de três anos apresentaram elevação de 0,36 p.p. e 0,56 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 5,51%, em 9 de março, para 5,67%, em 27 de abril.

61. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 10

de março a 27 de abril, operações compromissadas longas, tomando recursos por prazos de cinco, de seis e de sete meses. A operação compromissada de seis meses foi realizada pela primeira vez em 24 de abril e absorveu R\$4,0 bilhões. O saldo diário médio do estoque dessas operações alcançou R\$41,2 bilhões, sendo R\$25,2 bilhões relativos às operações de sete meses. No mesmo período, foram realizadas operações compromissadas de trinta e três e de dezesseis dias úteis em 12 de março, de quatorze dias úteis em 23 e 30 de março, de doze dias úteis em 1º de abril, de dezessete dias úteis em 3 de abril, de dezesseis dias úteis em 6 de abril e de doze dias úteis em 13 de abril. Essas operações retiraram do mercado R\$203,0 bilhões, R\$39,0 bilhões, R\$5,5 bilhões, R\$5,0 bilhões, R\$8,8 bilhões, R\$47,9 bilhões, R\$0,4 bilhão e R\$4,0 bilhões, respectivamente, levando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo ao montante de R\$256,6 bilhões. O Banco Central atuou ainda em trinta e três oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo; e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazos de um e de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$97,6 bilhões no período considerado.

62. Em 26 de março, o Banco Central realizou leilão de *swap* cambial tradicional destinado à rolagem do vencimento de 1º de abril. O total dessa operação alcançou o montante equivalente a US\$4,0 bilhões, ou cerca de 52% do total vincendo. Com isso, a posição líquida em contratos de *swap* cambial, passiva em câmbio, reduziu-se do equivalente a US\$11,0 bilhões para US\$7,4 bilhões, em valores nominais.

63. Entre 10 de março e 27 de abril, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos leilões tradicionais somaram R\$32,9 bilhões. A colocação de títulos de remuneração pré-fixada alcançou R\$15,0 bilhões, sendo R\$12,3 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) de vencimento em 2009, 2010 e 2011 e R\$2,7 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) de vencimento em 2013 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$15,6 bilhões, com emissão de títulos de vencimento em 2013 e 2015. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos

de vencimento em 2011, 2014, 2020, 2024, 2035 e 2045, em um montante total de R\$2,3 bilhões.

64. No mesmo período, o Tesouro realizou leilões de venda de LTN com vencimento em outubro de 2009 e em abril de 2010, conjugada à compra de LTN de vencimento em abril e em julho de 2009, em um total de R\$0,6 bilhão; e leilões de venda de

LFT de vencimento em setembro de 2013 conjugada à compra de LFT de vencimento em março e em junho de 2009, que somaram R\$0,3 bilhão. As vendas de NTN-B liquidadas mediante entrega de outros títulos somaram R\$2,0 bilhões e envolveram títulos de vencimento em 2011, 2014, 2020, 2024, 2035 e 2045. O Tesouro efetuou, também, leilões de compra de LTN e de NTN-B, que alcançaram R\$0,4 bilhão e R\$0,2 bilhão, respectivamente.

Notas da 143ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom)

Data: 09 e 10/06/2009

Local: Sala de reuniões do 8º andar (09/06) e do 20º andar (10/06) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h40 (09/06) e 17h40 (10/06)

Horário de término: 18h50 (09/06) e 19h50 (10/06)

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 09)

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

Jose Antonio Marciano – Departamento de

Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

Marcio Barreira de Ayrosa Moreira –

Departamento de Operações das Reservas Internacionais

Renato Jansson Rosek – Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores

Demais participantes (presentes no dia 09)

Alexandre Pundek Rocha – Assessor da Diretoria

Eduardo José Araújo Lima – Chefe-Adjunto do

Departamento de Estudos e Pesquisas

Fabio Araujo – Consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas

Flávio Pinheiro de Melo – Consultor da Diretoria

José de Ribamar Oliveira Júnior – Assessor de Imprensa

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 0,48% em abril para 0,47% em maio. Com isso, a inflação acumulada nos primeiros cinco meses de 2009 alcançou 2,20%, patamar 0,68 p.p. inferior àquele observado em igual período do ano anterior. Sob o critério da variação acumulada em doze meses, a inflação recuou de 5,53% em abril para 5,20% em maio (5,90% em dezembro de 2008 e 5,58% em maio de 2008). A queda da inflação, sob esse critério, nos cinco primeiros meses do ano, refletiu o comportamento dos preços livres, visto que houve aumento da variação dos itens administrados. Especificamente sobre os preços livres, note-se que, no acumulado em doze meses, tanto os preços de

bens comercializáveis quanto os de não comercializáveis mostraram desaceleração, com variação de 4,96% e 6,31% em maio, respectivamente, ante 6,99% e 7,10% em dezembro (7,09% e 7,70% no mesmo mês do ano anterior). Contudo, no caso dos preços de serviços, cuja dinâmica tende a exibir maior persistência do que a dos preços de bens, a inflação acumulada em doze meses avançou de 6,39% em dezembro passado para 7,23% em maio (5,58% em maio de 2008). Evidências preliminares relativas a junho apontam inflação ao consumidor em patamar inferior ao observado em maio. Em síntese, o conjunto das informações disponíveis sugere que o ciclo inflacionário observado no ano passado vem sendo superado, gradativamente, em processo que deve continuar a ser liderado pelo comportamento dos preços livres, uma vez que a inflação dos preços administrados deve mostrar maior persistência.

2. As três principais medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central exibiram elevação nos últimos meses. O núcleo por exclusão de monitorados e de alimentos no domicílio se deslocou de 0,25% em março para 0,58% em abril e 0,56% em maio. As medidas de núcleo pelos critérios de médias aparadas com suavização e sem suavização também mostraram elevação, com taxas de 0,35% e 0,21% em março, 0,35% e 0,27% em abril e 0,44% e 0,39% em maio, respectivamente. As taxas de variação acumuladas em doze meses deslocaram-se de 6,09%, 4,82% e 4,92% em dezembro para 5,96%, 4,65% e 4,34% em maio, para o índice por exclusão, médias aparadas com e sem suavização, respectivamente, evidenciando convergência para o valor central da meta. Cabe notar, adicionalmente, que o índice de difusão do IPCA recuou de 61,7% em dezembro para 58,9% em maio (ante 71,4% no mesmo mês de 2008).

3. A inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) deslocou-se de -0,84% em março para 0,04% em abril e 0,18% em maio. No acumulado em doze meses, a variação do IGP-DI recuou de 5,86% em março para 4,74% em abril e para 2,99% em maio, ante 12,14% em maio de 2008. Sob esse critério, a desaceleração do IGP-DI tem refletido basicamente o comportamento de seu principal componente, o Índice de Preços no Atacado – Disponibilidade Interna (IPA-DI), que

recuou de 4,98% em março para 1,18% em maio (15,36% em maio de 2008). Por sua vez, o Índice de Preços ao Consumidor – Brasil (IPC-Br) variou 5,55% até maio (5,59% em maio de 2008), e, na mesma base de comparação, o Índice Nacional da Construção Civil (INCC) variou 8,98% (8,06% em maio de 2008). No que se refere ao IPA-DI, a desaceleração, sob esse critério de comparação, deriva tanto do comportamento dos preços agrícolas quanto dos industriais. A variação do IPA agrícola atingiu -1,52% (33,65% em maio de 2008), e a elevação dos preços industriais no atacado chegou a 2,24% (9,63% em maio de 2008). Conforme destacado em Notas de reuniões anteriores, o Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação para os consumidores dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou informações sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do primeiro trimestre de 2009. Os dados mostram contração da atividade, sob o critério da variação acumulada no ano (-1,8%, o mesmo valendo para a comparação interanual). Sob a ótica da demanda agregada, a expansão foi liderada pelo consumo da administração pública, que cresceu 2,7% ante o primeiro trimestre de 2008. A formação bruta de capital fixo (FBCF) teve contração de 14,0%, e o crescimento do consumo das famílias alcançou 1,3%, na mesma base de comparação, sustentado pela massa salarial real. A contribuição da absorção doméstica para o crescimento do produto foi negativa em 1,9 p.p. no primeiro trimestre de 2009, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, sobrepondo-se à contribuição positiva de 0,1 p.p. exercida pelo setor externo. Do ponto de vista da oferta agregada, ainda na base interanual, o setor de serviços teve desempenho positivo, com crescimento de 1,7%, frente ao mesmo período de 2008, enquanto os demais registraram contração. O deflator do PIB a preços de mercado, na comparação interanual, deslocou-se de 7,4% no quarto trimestre de 2008 para 4,7% no primeiro trimestre de 2009.

5. A média móvel trimestral da série de produção industrial geral, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, avançou 1,3% em abril, após elevação de 1,6% no mês anterior. Ainda considerando-se a série

dessazonalizada, na comparação mês a mês, a produção física da indústria cresceu 1,1% em abril, após expansão de 0,9% em março. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial exibiu recuo de 14,8% em abril, com queda de 11,5% na indústria extrativa e de 15,0% na de transformação. O comportamento da série da indústria geral, e de seus componentes, na margem, com os dados até aqui disponíveis, sugere que o piso da produção ocorreu em dezembro-janeiro, sendo seguido por gradual recuperação. Entretanto, a retomada da atividade industrial continua sendo influenciada pela conjuntura internacional, tanto por seus efeitos sobre as exportações e as condições de crédito, quanto sobre as expectativas das empresas e das famílias.

6. Entre as categorias de uso, segundo dados dessazonalizados pelo IBGE, a produção de bens de capital avançou 2,6% em abril, após queda de 4,6% em março. No que se refere às demais categorias, a produção de bens intermediários cresceu 1,1% em abril e 0,4% em março; a de não duráveis e semiduráveis teve alta de 0,3% em abril e de 0,8% em março; enquanto a produção de bens de consumo duráveis, fortemente influenciada pelo setor automotivo, teve elevação de 2,7% em abril, seguindo alta de 1,8% em março. A perda de dinamismo da produção de bens de capital no ano reflete a persistência da turbulência financeira internacional e suas consequências sobre a confiança empresarial. Por sua vez, a recuperação, na margem, do dinamismo da produção de bens duráveis reflete, em grande parte, medidas de desoneração tributária, bem como certa distensão nas condições de crédito. A trajetória futura da produção industrial dependerá desses fatores, aos quais se contrapõem a deterioração da demanda externa e um processo remanescente de ajuste de estoques.

7. O mercado de trabalho continua registrando indicadores ambíguos, combinando aspectos favoráveis com sinais de perda de vigor. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) deslocou-se de 9,0% em março para 8,9% em abril (ante 8,5% em abril de 2008). Na série dessazonalizada, a taxa reduziu-se em 0,2 p.p. para 8,3%. O rendimento médio habitual registrou alta de 3,2% em abril, comparativamente ao mesmo mês de 2008. O emprego, por sua vez, teve elevação de 0,2% em abril

e de 0,9% em março, em relação aos mesmos meses do ano anterior. Em consequência, a expansão da massa salarial real atingiu 5,9% em março e 3,4% em abril, continuando a constituir fator-chave para a sustentação da demanda doméstica. Por sua vez, o emprego na indústria de transformação, segundo dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI), mostrou redução de 3,7% em abril, ante o mesmo mês do ano anterior, com variação positiva em doze meses de 1,7%. Segundo dados do IBGE, em março o pessoal ocupado na indústria teve alta de 0,3% em doze meses e queda de 5,2% comparativamente a março de 2008. Ainda sobre o mercado de trabalho, dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) indicam que continua ocorrendo alguma recuperação da geração de vagas no setor formal, ainda que aquém do padrão sazonal. Em abril foram abertos 106.205 postos de trabalho (ante saldo positivo de 34.818 em março). Após cinco meses consecutivos de fechamento de postos de trabalho, a Indústria de Transformação apresentou estabilidade em abril. Já o Comércio apresentou saldo positivo após quatro meses de resultados negativos: 5.647 postos abertos. Por outro lado, a Construção Civil e o setor de Serviços continuaram abrindo vagas nesse mês: 13.338 e 59.279 postos, respectivamente.

8. O volume de vendas do comércio ampliado, de acordo com os dados dessazonalizados pelo IBGE, teve elevação de 2,0% em março, seguindo alta de 2,7% em fevereiro. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, houve elevação de 6,5%, o que resultou em crescimento de 3,7% no ano. A média móvel trimestral da taxa de crescimento do comércio ampliado foi 3,4% em março, na série com ajuste sazonal, após registrar 2,7% em fevereiro. Na comparação com o mês anterior, pela série com ajuste sazonal, os destaques positivos foram vendas de veículos e motos, partes e peças (3,9%) e material de construção (3,0%). Os negativos foram móveis e eletrodomésticos (-2,2%) e hiper, supermercados e produtos alimentícios (0,0%). No ano, o crescimento acumulado foi mais expressivo nos segmentos de equipamentos e material para escritório (15,0%) e livros, jornais, revistas e papelaria (12,3%). Após quedas sucessivas nos meses finais de 2008, os dados do comércio ampliado vêm desde o início do ano evidenciando recuperação influenciada, principalmente, pela alta nas vendas de veículos, em resposta a incentivos setoriais concedidos pelo

governo e a alguma melhora no acesso ao crédito automotivo. Nos próximos trimestres, a trajetória do comércio continuará sendo sustentada pelas transferências governamentais e pelo crescimento da massa salarial real, cuja evolução deve ser beneficiada pela redução da inflação, mas será também afetada pela recuperação nas condições de acesso ao crédito e pela evolução da confiança dos consumidores.

9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação atingiu 79,4% em abril, acima do patamar observado em março, segundo dados da CNI dessazonalizados pelo Banco Central, e 1,22 p.p. acima do mínimo registrado em janeiro. A série dessazonalizada pela própria CNI mostra elevação de 78,8% para 79,2% entre março e abril. Considerando-se a série sem ajuste sazonal, em abril o Nuci situou-se 3,9 p.p. abaixo do patamar registrado no mesmo mês de 2008. Por sua vez, o Nuci mensal sem ajuste sazonal, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), teve elevação em maio, para 78,7%, 6,9 p.p. abaixo do patamar observado no mesmo mês de 2008. Essa redução da taxa de utilização da capacidade, na comparação interanual, também se verifica nas indústrias de bens de consumo (-3,4 p.p.), de bens intermediários (-7,7 p.p.), de bens de capital (-14,7 p.p.) e de material de construção (-5,7 p.p.). A redução dos indicadores de utilização compilados pela CNI e pela FGV, na comparação interanual, parece resultar de combinação da maturação de projetos de investimento com a acomodação da atividade e sinaliza sensível ampliação da margem de ociosidade da indústria. Relativamente à absorção de bens de capital, os dados mostram quadro de retração na comparação com os mesmos períodos de 2008 e expansão na margem. A absorção de bens de capital apresentou elevação de 5,1% em abril, segundo dados dessazonalizados, e queda de 23,3% na comparação com abril de 2008, no que se refere a dados observados. Por sua vez, a produção de insumos para a construção civil vem mostrando relativa estabilidade desde fevereiro e acumula queda de 10,6% no ano. Em síntese, as evidências sugerem que ocorreu redução das pressões de demanda sobre a capacidade produtiva da indústria, embora as taxas de utilização tenham se elevado nos últimos meses. 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. O saldo da balança comercial acumulado em doze meses recuou na margem. Sob esse critério, o saldo totalizou US\$27,1 bilhões em abril e reduziu-se para US\$25,6 bilhões em maio. Esse resultado adveio de US\$181,4 bilhões em exportações e de US\$155,7 bilhões em importações, com crescimento de 5,1% e 10,6%, respectivamente, em relação a maio de 2008. O ajuste de preços relativos e a acomodação do ritmo de expansão da demanda doméstica contribuem para a recuperação do superávit comercial, mas a piora dos termos de intercâmbio atua na direção oposta. Já a redução das remessas de lucros e dividendos vem contribuindo para conter o déficit em transações correntes, que atingiu US\$28,2 bilhões em dezembro de 2008, recuando para US\$19,8 bilhões em abril, equivalentes a 1,4% do PIB. Por sua vez, os investimentos estrangeiros diretos totalizam, nos doze meses até abril, US\$41,1 bilhões, equivalentes a 2,9% do PIB.

11. O período desde a reunião anterior do Copom foi marcado pela diminuição do estresse nos mercados financeiros internacionais, com origem nos Estados Unidos da América (EUA) e na Europa, mas cujas repercussões sobre as economias emergentes vinham sendo significativas. Ações governamentais inéditas por parte de autoridades americanas e européias, utilizando ampla gama de instrumentos, com vistas a assegurar condições mínimas de funcionamento e liquidez nos mercados monetários, conseguiram moderar a percepção de risco sistêmico. Nesse ambiente, continuam a ser registrados sinais de redução na aversão ao risco, mas o retorno da confiança permanece frágil e sujeito a reversões. A diminuição da aversão ao risco e da escassez de fluxos de capitais, bem como certa preocupação entre os investidores quanto à situação fiscal nos EUA, continuou ensejando movimento de recuperação das moedas, de economias emergentes e maduras, ante o dólar americano.

12. No que se refere ao cenário macroeconômico global, tendências contracionistas prevalecem sobre as pressões inflacionárias. A visão atualmente dominante aponta para contração da economia mundial em 2009, com recuperação apenas em 2010. As projeções consensuais

apontam para retração intensa da atividade nos EUA, na Europa e no Japão (o G3), que não seria totalmente compensada pelos bolsões de dinamismo econômico existentes nas economias emergentes, mormente na Ásia. Há evidências de que a atividade econômica no G3 poderia estar se estabilizando, com alguma melhora da renda disponível e da demanda por duráveis nos EUA e recuperação da confiança dos empresários na Europa e das exportações reais no Japão. Entretanto, os problemas do sistema financeiro internacional continuam sendo agravados por deterioração cíclica na qualidade do crédito, centrada nos EUA e na Europa, o que tende a reforçar a contração das condições financeiras e, por conseguinte, o risco de nova intensificação da desaceleração. Nas economias maduras, em que a ancoragem das expectativas de inflação é mais forte e a atividade econômica vem se enfraquecendo consideravelmente e há mais tempo, as pressões inflacionárias têm mostrado redução rápida. Também nas economias emergentes o processo de desinflação parece ter ganhado dinamismo, em que pese maior persistência da dinâmica inflacionária. Nesse contexto, ao mesmo tempo em que as políticas monetárias adquiriram caráter fortemente expansionista, calcada em instrumentos não convencionais, nas economias maduras, nas economias emergentes a postura expansionista tem sido mais moderada. Paralelamente, as autoridades nos EUA, na Europa ocidental e na Ásia vêm anunciando uma série importante de iniciativas voltadas a sustentar a atividade por meio de estímulos fiscais, o que poderia contribuir para gradual retomada econômica. Note-se, contudo, que as estimativas sobre os custos fiscais dos pacotes de estímulo macroeconômico e de apoio ao setor financeiro vêm se elevando, o que tem suscitado pressões sobre a classificação de risco de diversos créditos soberanos, até mesmo em economias avançadas. O acúmulo de sinais de que a economia mundial estaria próxima de uma inflexão, bem como a deterioração das finanças públicas, têm resultado na elevação da estrutura a termo de taxas de juros em grandes economias maduras.

13. Os preços do petróleo mostraram elevação importante ante os patamares observados por ocasião da última reunião deste Comitê. As cotações nos mercados futuros também mostraram elevação significativa. A incerteza que envolve essas cotações segue elevada, uma vez que o cenário prospectivo depende da evolução da demanda,

especialmente nas economias emergentes, da perspectiva de evolução da oferta global, condicionada pelo ritmo de maturação de investimentos no setor, 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 prevê preços domésticos da gasolina inalterados no restante de 2009. Cabe assinalar, entretanto, que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a evolução dos preços internacionais do petróleo pode eventualmente se transmitir à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, ou sobre os custos de transporte para a indústria, quanto pelo efeito potencial sobre as expectativas de inflação. Cabe registrar que os preços de *commodities* agrícolas, que têm impacto particularmente importante para evolução dos custos alimentares, como trigo, soja e milho, registraram elevações importantes desde a reunião anterior do Comitê.

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) as projeções para os reajustes nos preços da gasolina e do gás de bujão foram mantidas em 0%, para o acumulado de 2009, assim como na reunião do Copom de abril;

b) no tocante às projeções de reajuste das tarifas de telefonia fixa e de eletricidade, para o acumulado em 2009, a primeira foi mantida no mesmo percentual considerado na reunião de abril (5,0%), enquanto a segunda foi reduzida para 4,7%;

c) a projeção, construída item a item, de reajuste para o conjunto de preços administrados para o acumulado de 2009 reduziu-se para 4,8%, ante os 5,0% considerados na reunião de abril. Esse conjunto de preços, de acordo com os dados publicados pelo IBGE, correspondeu a 29,55% do total do IPCA de maio;

d) a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados para 2010 reduziu-se para 4,5%, ante 4,8% considerados na reunião de abril. 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* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 20 p.b. no quarto trimestre de 2009 e de 61 p.b. no último trimestre de 2010.

15. Em relação à política fiscal, as projeções levam em conta a hipótese de trabalho do cumprimento da meta de superávit primário de 2,5% do PIB em 2009 e de 3,3% para 2010, conforme considerado por ocasião da reunião de abril. As demais hipóteses consideradas na reunião anterior foram mantidas.

16. Desde a última reunião do Copom, a mediana das expectativas coletadas pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin) para a variação do IPCA em 2009 mostrou estabilidade, passando de 4,30% para 4,33%. Para 2010, as expectativas de inflação mantiveram-se em 4,30%.

17. Considerando-se as hipóteses do cenário de referência, que leva em conta a manutenção da taxa de câmbio em 1,95 R\$/US\$ e da taxa Selic em 10,25% a.a. em todo o horizonte, a projeção para a inflação em 2009 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de abril, mas ainda se encontra abaixo do valor central de 4,50% fixado como meta 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 2009 também se elevou em relação ao valor considerado na última reunião do Copom, mas também se encontra abaixo do valor central para a meta de inflação. Para 2010, no cenário de referência, a projeção elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de abril, mas ainda se encontra sensivelmente abaixo do valor de 4,50% para a meta de inflação. No cenário de mercado, a projeção de inflação para 2010 mostrou estabilidade e permanece ao redor da meta.

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. O ritmo de expansão da demanda arrefeceu consideravelmente desde o terceiro trimestre de 2008, em parte em reação ao substancial e generalizado desaquecimento da atividade em outras economias, avançadas e emergentes. Por sua vez, o aumento da aversão ao risco e o aperto das condições de liquidez prevalentes nos mercados internacionais continuam impondo ajuste no balanço de pagamentos, mas mostram abrandamento na margem. De fato, desde a última reunião do Comitê, continuaram se acumulando sinais, ainda que sujeitos a reversão, de redução da aversão global ao risco, com impactos tanto sobre os preços de ativos brasileiros quanto sobre os de *commodities*, influenciando também as condições financeiras domésticas. Mesmo assim, cabe notar que a trajetória dos índices de preços ainda evidencia redução das pressões inflacionárias externas, especialmente nas economias maduras, mas também em algumas emergentes. Dessa forma, a despeito da recente elevação dos preços de *commodities*, o efeito líquido da desaceleração global sobre a trajetória da inflação doméstica segue sendo, até o momento, predominantemente benigno. O Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos sejam preservados.

19. O Copom avalia que a probabilidade de que pressões inflacionárias inicialmente localizadas venham a apresentar riscos para a trajetória da inflação diminuiu. Os sinais de substancial acomodação da demanda doméstica e de moderação de pressões sobre o mercado de fatores, ainda que permaneçam sujeitos a incertezas, devem ensejar redução do risco de repasse de pressões altistas sobre preços no atacado (que, de resto, vêm mostrando deflação nos últimos meses) 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. A propósito, as expectativas de inflação para 2009 e 2010 se mantiveram em patamares inferiores ao da meta, desde a última

reunião do Copom, e continuam sendo monitoradas com particular atenção. Adicionalmente, cabe notar que, segundo indicadores disponíveis, o comportamento da demanda doméstica deverá exercer menos pressão sobre os preços dos itens não transacionáveis, como os serviços, nos próximos trimestres. De qualquer modo, o Comitê reafirma que continuará conduzindo suas ações de forma a assegurar que os ganhos obtidos no combate à inflação em anos recentes sejam permanentes.

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 valores correntes observados para essa variável. Tais considerações ganham ainda mais relevância em momentos cercados por mais incerteza. O Comitê reafirma que movimentos específicos de preços de ativos só são relevantes para a política monetária na medida em que tenham algum impacto sobre a trajetória prospectiva para a inflação.

21. As perspectivas para a evolução da atividade econômica mostraram melhora desde a última reunião do Copom, ainda que os dados sobre a indústria sigam em parte refletindo processo de redução de estoques e acomodação da demanda externa. Diante dos efeitos da crise internacional sobre as condições financeiras internas, a contribuição do crédito para a sustentação da demanda doméstica arrefeceu de forma intensa, mas há sinais de recuperação, em especial no que se refere aos empréstimos para pessoas físicas. A severidade da crise internacional exerceu influência negativa sobre a confiança dos consumidores e dos empresários, mas também nesse caso há sinais de recuperação. Nessas circunstâncias, a retomada da atividade depende de forma importante da evolução da massa salarial real e dos efeitos dos incrementos das transferências governamentais que devem ocorrer neste ano, mas deverá ser beneficiada também pela gradual distensão das condições financeiras. Note-se, em resumo, que as influências contracionistas da crise financeira internacional

sobre o dinamismo da economia doméstica e, conseqüentemente, sobre o contexto no qual atua a política monetária, podem se mostrar persistentes, mas, como sugere o comportamento recente dos mercados de capitais (ainda que sujeito a reversão), bem como certos indicadores econômicos, não serão permanentes. Essas ponderações tornam-se ainda mais relevantes quando se leva em conta que as decisões correntes de política monetária terão impactos concentrados nos meses finais de 2009 e, particularmente, em 2010.

22. O Copom entende que a perda de dinamismo da demanda doméstica gerou ampliação da margem de ociosidade da utilização dos fatores, ocasionando redução das pressões inflacionárias. Por outro lado, os riscos para a consolidação de um cenário inflacionário benigno derivam, no curto prazo, da atuação de mecanismos de reajuste que contribuem para prolongar no tempo pressões inflacionárias observadas no passado, como evidencia o comportamento dos preços dos serviços e de itens monitorados desde o início do ano, bem como, a persistir, da tendência recente de elevação dos preços de *commodities*. No médio prazo, o risco para a trajetória inflacionária advém dos efeitos, cumulativos e defasados, da distensão das condições financeiras sobre a evolução da demanda doméstica em contexto de gradual retomada da utilização dos fatores de produção. O balanço dessas influências sobre a trajetória prospectiva da inflação será fundamental 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, tanto para o financiamento privado quanto para o público, 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. Assim sendo, a estratégia adotada pelo Copom visa assegurar que a inflação retorne à meta central de 4,5%, estabelecida pelo CMN, em 2009, e mantê-la em patamar consistente com a trajetória de metas em 2010. 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 arrefecimento do ritmo de atividade econômica, no que se refere, por exemplo, aos indicadores de produção industrial, ao mercado de trabalho e às taxas de utilização da capacidade na indústria, bem como à confiança de empresários e consumidores, e ao comportamento das expectativas de inflação para horizontes relevantes, continuaram se consolidando as perspectivas de 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 manifesta-se nas projeções de inflação consideradas pelo Comitê e nas expectativas de inflação preparadas por analistas independentes. Assim, a despeito de haver margem residual para um processo de flexibilização, a política monetária deve manter postura cautelosa, visando assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas.

25. O Comitê entende que o desaquecimento da demanda, motivado pelo aperto das condições financeiras e pela deterioração da confiança dos agentes, ainda que nos dois casos se observe melhora na margem, bem como pela contração da economia global, criou importante margem de ociosidade dos fatores de produção, que não deve ser eliminada rapidamente em um cenário de recuperação gradual da atividade econômica. Esse desenvolvimento deve contribuir para conter as pressões inflacionárias. Por outro lado, o Copom assinala que a expressiva flexibilização da política monetária implementada desde janeiro terá efeitos cumulativos, que serão evidenciados após certa defasagem temporal, sobre a economia.

26. O Comitê avalia que decisões sobre a evolução da taxa básica de juros têm que levar em conta a magnitude do movimento total realizado desde janeiro, cujos impactos sobre diversos indicadores econômicos ficarão evidentes ao longo do tempo. Sendo assim, alguns diretores consideraram que seria apropriado, nestas circunstâncias, reduzir imediatamente o ritmo de flexibilização monetária, implementando de forma mais suave a parte remanescente do processo de ajuste. Contudo, a maioria do Copom, avaliando as projeções de inflação, que já incorporam a magnitude do

movimento realizado desde janeiro, optou, neste momento, por manter o ritmo de ajuste. Note-se, por outro lado, que na reunião houve convergência entre os membros do Comitê quanto às estimativas, tendo em vista as informações até aqui disponíveis, do espaço existente para distensão residual, que depende do cenário prospectivo para a inflação frente à trajetória das metas e do balanço dos riscos associado a este cenário. O Copom entende, também, que a preservação de perspectivas inflacionárias benignas irá requerer que o comportamento do sistema financeiro e da economia sob um novo patamar de taxas de juros seja cuidadosamente monitorado ao longo do tempo.

27. Nesse contexto, tendo em vista as perspectivas para a inflação em relação à trajetória de metas, o Copom decidiu reduzir a taxa Selic para 9,25% a.a., sem viés, por seis votos a favor e dois votos pela redução da taxa Selic em 0,75 p.p. Levando em conta que mudanças da taxa básica de juros têm efeitos sobre a atividade econômica e sobre a dinâmica inflacionária que se acumulam ao longo do tempo, o Comitê concorda que qualquer flexibilização monetária adicional deverá ser implementada de maneira mais parcimoniosa. O Copom acompanhará atentamente a evolução do cenário prospectivo para a inflação até a sua próxima reunião, para então definir os próximos passos da estratégia de política monetária.

28. No regime de metas para a inflação, o Copom orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação, a análise de diversos cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica prospectiva dos preços e o balanço dos riscos associado às suas projeções. Depois de longo período de expansão, a demanda doméstica passou a exercer influência contracionista sobre a atividade econômica, a despeito da persistência de fatores de estímulo, como o crescimento da renda. Adicionalmente, cabe registrar que as expectativas inflacionárias para 2009 e 2010 continuam em patamar consistente com a trajetória das metas. Note-se, também, que a desaceleração da economia global tem gerado pressões baixistas sobre os preços industriais no atacado. Nesse ambiente, a política monetária pôde ser flexibilizada de maneira expressiva desde janeiro sem colocar em risco a convergência da inflação para a trajetória de metas. Na eventualidade de se verificar

deterioração no perfil de riscos que implique modificação do cenário prospectivo básico traçado para a inflação pelo Comitê neste momento, a postura da política monetária será prontamente adequada às circunstâncias.

29. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 21 de julho 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

30. O IPCA variou 0,47% em maio, indicando recuo diante do IPCA-15 (0,59%) e estabilidade relativamente ao IPCA de abril (0,48%). Em doze meses até maio, o IPCA acumulou alta de 5,20%, ante 5,53% até abril, somando, no ano, 2,20%. O resultado de maio foi influenciado pela alta dos grupos despesas pessoais (1,57% ante 2,14%, com contribuição de 0,16 p.p. para o índice) e alimentação e bebidas (0,44% ante 0,15%, 0,10 p.p.).

31. Os preços livres registraram aceleração, variando 0,54% no mês, ante 0,47% em abril, enquanto os preços monitorados passaram de 0,51% para 0,30% no mesmo período. Em doze meses, os preços livres acumularam variação de 5,67% ante 6,17% até abril, enquanto nos monitorados a alta atingiu 4,09% ante 4,05% no mês anterior. O índice de difusão situou-se em 58,85%, ante 56,77% em abril.

32. O núcleo por exclusão de alimentos no domicílio e de preços monitorados variou 0,56% em maio, ante 0,58% em abril, acumulando alta de 5,96% em doze meses, ante 6,08% no mês anterior. O núcleo pelo critério de médias aparadas com suavização registrou taxa de 0,44%, ante 0,35% em abril, acumulando alta de 4,65% em doze meses, ante 4,71% no mês anterior. Pelo critério de médias aparadas sem suavização, o indicador variou 0,39% em maio, ante 0,27%, e acumulou em doze meses 4,34%, ante 4,50% no mês anterior.

33. O IGP-DI variou 0,18% em maio, ante 0,04% em abril, acumulando queda de 0,73% no ano e alta

de 2,99% em doze meses. O Índice de Preços por Atacado (IPA) registrou variação negativa de 0,10% em maio, refletindo o aumento de 0,58% nos produtos agropecuários e a queda de 0,32% nos industriais. Em doze meses, o IPA cresceu 1,18%, com aumento de 2,24% nos produtos industriais e queda de 1,52% nos produtos agrícolas. Ressalte-se a expressiva e contínua desaceleração do IPA, consideradas as variações acumuladas em doze meses, desde outubro de 2008, quando acumulava 14,72%. O IPC-Br apresentou desaceleração, ao passar de 0,47% em abril para 0,39% em maio, acumulando alta de 5,55% em doze meses. O INCC variou 1,39% em maio, ante -0,04% em abril, acumulando 8,98% em doze meses. O núcleo do IPC-Br situou-se em 0,37% no mês, ante 0,36% em abril, acumulando 4,24% em doze meses.

Atividade econômica

34. Segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE, o comércio ampliado registrou aumento de 2% em março, comparativamente ao mês anterior, após altas de 2,7% em fevereiro e de 5,5% em janeiro. Com esses resultados, a média do trimestre apresentou expansão de 7,4% relativamente ao trimestre encerrado em dezembro. A elevação observada em março refletiu o acréscimo nas vendas em nove dos dez segmentos pesquisados, destacando-se o desempenho de veículos e motos, partes e peças, alta de 3,9% na comparação mensal em resposta a incentivos setoriais concedidos pelo governo, o que possibilitou ao segmento retornar ao patamar de vendas de setembro de 2008. As vendas de materiais de construção aumentaram 3%, registrando expansão pelo segundo mês consecutivo. A única retração mensal ocorreu em móveis e eletrodomésticos (2,2%).

35. A comparação entre idênticos meses de 2009 e de 2008 revelou expansão de 6,5% nas vendas do comércio ampliado em março e de 3,7% no acumulado do primeiro trimestre de 2009. Em março, destacaram-se os acréscimos nas vendas dos segmentos equipamentos e material para escritório (18%); veículos e motos, partes e peças (17,1%); artigos farmacêuticos e de perfumaria (15,2%); e livros, jornais, revistas e papelaria (10,5%). Foi registrado recuo nas vendas de tecidos, vestuários e calçados (8,2%); de material de construção (4,1%); e de móveis

e eletrodomésticos (0,9%). No acumulado no ano, os segmentos com melhor desempenho foram equipamentos e materiais para escritório (15%); livros, jornais revistas e papelaria (12,3%); e artigos farmacêuticos e de perfumaria (12,1%). Somente material de construção e tecidos, vestuário e calçados apresentaram retração nas vendas no primeiro trimestre do ano (9,8% e 6,6%, respectivamente).

36. Os dados da Associação Comercial de São Paulo (ACSP), referentes à capital paulista, registraram decréscimo de 4% nas consultas ao Serviço Central de Proteção ao Crédito (SCPC) e elevação de 2% nas relativas ao sistema Usecheque em maio, comparativamente a abril, após ajuste sazonal. Na relação com igual período do ano anterior, esses indicadores registraram quedas respectivas de 17,7% e de 1% em maio, enquanto no acumulado do ano essas variações alcançaram 12,1% e 4,1%.

37. As vendas de autoveículos pelas concessionárias, que incluem automóveis, comerciais leves, caminhões e ônibus, recuaram 0,1% em maio, em relação a abril, segundo dados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve) dessazonalizados pelo Banco Central. Na comparação com maio de 2008, as vendas aumentaram 2%, não obstante a queda de 22,9% nas vendas de caminhões. No acumulado no ano, as vendas de autoveículos diminuiram 0,2% ante o mesmo período de 2008, sendo expressiva a retração nas vendas de caminhões (19,9%). No mesmo tipo de comparação, as vendas de automóveis e veículos comerciais leves apresentaram, respectivamente, queda de 0,1% e expansão de 4,9%.

38. Em relação aos indicadores de investimento, as produções de bens de capital e de insumos típicos da construção civil avançaram 2,6% e 0,2% em abril, comparativamente ao mês anterior, considerando-se dados dessazonalizados. Em comparação ao mesmo período de 2008, esses indicadores revelaram retrações de 29,3% e 11,6%, respectivamente, em abril e de 22,6% e 10,6% no acumulado do ano.

39. As importações de bens de capital recuaram 3% em abril, em relação a março, de acordo com os índices de *quantum* da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), dessazonalizados pelo Banco Central. O indicador de abril cresceu

10,7% em relação ao do mesmo mês de 2008, acumulando elevação de 2,7% no primeiro quadrimestre de 2009, comparativamente a igual período do ano anterior.

40. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM), do IBGE, a produção física da indústria registrou o quarto crescimento mensal consecutivo (1,1% em abril), considerando-se a série dessazonalizada, em comparação com o mês anterior, com destaque para os bens de consumo duráveis, particularmente o setor de veículos automotores. Dezesesseis das vinte e sete atividades pesquisadas apresentaram elevação na produção mensal, sobressaindo o resultado de fumo (13,7%), máquinas, aparelhos e materiais elétricos (8,3%), produtos de metal (6,8%), borracha e plástico (6,7%), material eletrônico e equipamentos de comunicações (5,2%), e metalurgia básica (5,1%). Todas as categorias de uso registraram aumento nessa base de comparação: bens de consumo duráveis (2,7%); bens de capital (2,6%); bens intermediários (1,1%); e bens de consumo semi e não duráveis (0,3%).

41. Em comparação com abril de 2008, a produção industrial diminuiu 14,8%, em decorrência de retrações em todas as categorias de uso: bens de capital (29,3%); bens de consumo duráveis (21,6%); bens intermediários (15,5%); e bens de consumo semi e não duráveis (4,2%). A atividade industrial acumulada nos últimos doze meses encerrados em abril recuou 3,9% em relação ao mesmo período anterior, acentuando a queda em relação a fevereiro e março, quando foram registradas variações negativas de 1% e 1,9%, respectivamente, no mesmo tipo de comparação.

42. Indicadores da CNI apontaram suave retração da atividade industrial em abril, relativamente a março, com queda de 1,3% no faturamento real e estabilidade das horas trabalhadas na produção, conforme dados dessazonalizados pelo Banco Central. A utilização da capacidade instalada atingiu 79,4%, com aumento de 0,82 p.p. no mesmo período. Em comparação com abril de 2008, essas variáveis apresentaram decréscimo de 10,7%, 10% e 3,9 p.p., considerada a mesma sequência.

43. Segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção de autoveículos alcançou 270,2 mil unidades em maio, resultado 8% inferior ao observado em igual mês de

2008. Considerando-se dados dessazonalizados, a produção de autoveículos diminuiu 0,2% em relação a abril, determinando retração de 14,7% no acumulado do ano, comparativamente a igual período de 2008. No acumulado em doze meses até maio, relativamente a igual período precedente, a produção de autoveículos recuou 6,4% e a de máquinas agrícolas cresceu 3%. As vendas de autoveículos no mercado interno decresceram 4,8% em maio, em relação a igual mês de 2008, acumulando queda de 1,5% em doze meses, enquanto as exportações apresentaram retrações de 33,7% e de 25%, nas mesmas bases de comparação.

44. O Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de fevereiro estimou a safra de grãos de 2009 em 135 milhões de toneladas, ante 134,7 milhões de toneladas previstas em janeiro. A nova estimativa representa queda de 7,5% em relação à produção de 2008. Foram projetadas retrações de 13,8% e de 4,5% nas produções de milho e de soja, respectivamente. Produtos relacionados diretamente com a cesta básica, como arroz e feijão, devem ter suas produções ampliadas em 5,8% e 5,2%, na ordem.

45. O IBGE divulgou informações sobre o PIB do primeiro trimestre de 2009. Os dados mostram queda tanto na comparação com o trimestre imediatamente anterior (-0,8%, ante -3,6% no trimestre anterior), quanto no que se refere à comparação interanual (-1,8%, ante 1,3% no trimestre anterior). Na comparação interanual, entre os setores da oferta, apenas serviços registrou crescimento (1,7%). Agropecuária e indústria recuaram, respectivamente, 1,6% e 9,3%. Relativamente aos componentes da demanda, houve expansão do consumo das famílias e do governo de, respectivamente, 1,3% e 2,7%, enquanto a FBCF recuou 14%, resultando em contribuição negativa da demanda interna para o PIB (-1,9 p.p.), após vinte e um trimestres contribuindo positivamente. Adicionalmente, as exportações e as importações recuaram, respectivamente, 15,2% e 16%, resultando em contribuição positiva do setor externo para o PIB (0,1 p.p.), a primeira após doze trimestres.

Expectativas e sondagens

46. Segundo a pesquisa mensal da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio SP), o ICC apresentou elevação de 0,7% em maio, em relação a abril, refletindo, exclusivamente, aumento de 1,2%

no Índice das Expectativas do Consumidor (IEC), haja vista a retração de 0,1% no Índice relativo às Condições Econômicas Atuais (Icea). Em relação a abril de 2008, o ICC registrou queda de 14,8%, em decorrência, principalmente, da retração de 24,4% do Icea.

47. Segundo a Sondagem de Expectativas do Consumidor, de abrangência nacional, elaborada pela FGV, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) elevou-se 1,3% em maio, em relação a abril, após ajuste sazonal. Foi o terceiro mês consecutivo de avanço do índice, revelando tendência de recuperação gradual da confiança do consumidor, com aumento mensal de 1,6% no relativo às expectativas dos consumidores e de 1,1% no referente à situação atual. Em relação a maio do ano passado, o ICC recuou 10,9%.

48. Em relação às expectativas no setor fabril, a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação da FGV mostrou, em maio, pelo quinto mês consecutivo, expressiva melhora da confiança empresarial, ainda que o Índice de Confiança da Indústria (ICI) esteja em patamar abaixo do registrado no período imediatamente anterior à crise financeira internacional. O ICI alcançou 89,6 pontos, após ajuste sazonal, com elevação de 5,1 p.p. em relação a abril, resultado das altas de 7,6% no Índice da Situação Atual e de 4,4% no Índice de Expectativas. Segundo a mesma Sondagem, o Nuci atingiu 78,7% em maio, 6,9 p.p. inferior ao nível de maio de 2008. Considerando a série dessazonalizada, o Nuci observado em maio (79,2%) situou-se 0,9 p.p. acima do registrado em abril.

Mercado de trabalho

49. Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do MTE, foram criados 106,2 mil postos de trabalho formais em abril, após a abertura de 34,8 mil postos de trabalho em março, totalizando 48,5 mil no acumulado do ano, e 651,7 mil em doze meses. Entre as atividades, serviços e agropecuária foram os segmentos com maior número de contratações líquidas em abril (59,3 mil e 22,7 mil, respectivamente). No setor industrial, foram criados 183 postos de trabalho e apenas no segmento de extrativismo mineral os desligamentos superaram as admissões, em 582 postos. Os dados dessazonalizados mostraram relativa estabilidade do

nível de emprego em abril, em relação a março. Na média do primeiro trimestre, esse indicador aumentou 3,2%, influenciado pelas elevações de 8,4% na construção civil, de 4,8% nos serviços e de 4,7% no comércio, enquanto a indústria de transformação recuou 0,9%.

50. Conforme a PME, realizada pelo IBGE nas seis principais regiões metropolitanas, a taxa de desemprego aberto situou-se em 8,9% em abril, com queda de 0,1 p.p. em relação ao mês anterior e alta de 0,4 p.p. ante a taxa verificada em abril de 2008. A diminuição mensal refletiu retração da População Economicamente Ativa (PEA) maior que do nível de ocupação, respectivamente, 76 mil e 40 mil postos. Comparativamente a abril de 2008, o crescimento do desemprego decorreu de elevação superior da PEA, 0,6%, relativamente ao número de ocupados, 0,2%, sendo esta última a menor taxa de crescimento, nessa base de comparação, desde o início da série, em março de 2002. Segundo a mesma pesquisa, o rendimento médio real habitualmente recebido caiu 0,2% em relação a março, mas na comparação com igual mês de 2008 apresentou elevação de 3,2%, e acumulou a taxa de 4,7% de expansão dos rendimentos no ano.

Crédito e inadimplência

51. O saldo dos empréstimos do sistema financeiro alcançou R\$1.248 bilhões em abril, com ampliação de 0,4% no mês e de 22,6% em doze meses. Esse montante representou 42,6% do PIB, ante 41,3% em dezembro e 35,8% em abril de 2008. As operações com recursos livres aumentaram 0,5% no mês e 20,8% em doze meses. Entre as operações de crédito com recursos livres, que representam 70,2% do total do sistema financeiro, o saldo das operações com pessoas físicas cresceu 1,1% no mês e 18,7% em doze meses, enquanto o das operações realizadas com pessoas jurídicas registrou redução de 0,1% no mês e elevação de 22,7% em doze meses. As operações com recursos direcionados cresceram 0,4% no mês e 27,2% em doze meses, com destaque para o aumento de 2,6% nos financiamentos habitacionais no mês.

52. As operações de arrendamento mercantil, realizadas por pessoas físicas, continuam o processo de perda de dinamismo na margem, com o crescimento em doze meses desacelerando-se de 116,3% em outubro de 2008 para 64,8% em abril de 2009.

Considerada a segmentação por atividade econômica, os saldos dos empréstimos à indústria e ao comércio decresceram, respectivamente, 0,3% e 0,2% no mês, e registraram altas de 26% e 14,1% em doze meses.

53. A taxa média anual de juros ativa, incidente sobre as operações de crédito referencial, declinou para 38,6% em abril, ante 43,3% em dezembro. A taxa anual média das operações com pessoas físicas atingiu 48,8%, 9,1 p.p. abaixo da verificada em dezembro de 2008. Nos empréstimos contratados com pessoas jurídicas, a taxa média situou-se em 28,8%, com recuo de 1,9 p.p. ante dezembro.

54. O prazo médio das operações de crédito referencial situou-se em 366 dias em abril, ante 378 dias em dezembro. Nas operações com pessoas jurídicas, o prazo médio recuou de 302 dias em dezembro para 273 dias em abril, enquanto nas operações realizadas com pessoas físicas o prazo médio subiu de 488 dias em dezembro para 491 dias em abril.

55. A taxa de inadimplência das operações de crédito referencial, correspondente a atrasos superiores a noventa dias, atingiu 5,2% em abril, 0,8 p.p. superior a dezembro de 2008. Por segmentos, as taxas relativas a operações com pessoas jurídicas e pessoas físicas alcançaram 2,9% e 8,2%, respectivamente, comparadas a 1,8% e 8% em dezembro.

56. A taxa líquida de inadimplência no comércio, calculada pela ACSP, alcançou 9,7% em maio, ante 9% no mesmo mês do ano anterior.

Ambiente externo

57. Embora o estresse nos mercados financeiros internacionais tenha-se reduzido, o que se verifica pela redução de indicadores de aversão ao risco, pela alta nos preços das ações, pela retração dos *spreads* de *Credit Default Swaps* (CDS) de bancos e de corporações e pelo recuo das taxas de empréstimo interbancário, as condições de operação dos sistemas bancários ainda seguem distantes da normalidade, limitando o acesso ao tomador final de crédito. No campo da atividade econômica, os dados mais recentes já sugerem que o ritmo de contração da atividade econômica global está se reduzindo. Nos EUA, por exemplo, já aparecem sinais de estabilização no consumo das famílias e no mercado imobiliário. No

mesmo sentido, o processo de ajuste de estoques, em especial no varejo, tem avançado, abrindo espaço para a recuperação da produção no futuro próximo. Em sentido inverso, a recente alta no preço do barril de petróleo e a contínua ascensão nas taxas de poupança das famílias e de desemprego constituem fatores de risco à recuperação do consumo. A questão essencial para o médio prazo é saber se os sinais positivos emitidos pelos mercados financeiros encontrarão, de fato, sustentabilidade na atividade econômica.

58. Quanto à inflação, apesar de alta na margem, em perspectiva anual, o recuo de preços das *commodities* e a recessão global ainda sugerem redução dos índices de preços ao consumidor (IPC). Nesse sentido, os processos deflacionários em curso, por exemplo, nos Estados Unidos, no Japão e na China, e desinflacionários, por exemplo, no Reino Unido e em grande parte das economias emergentes, ainda devem continuar ao longo de 2009, haja vista a, ainda incerta, recuperação da atividade econômica e o fato de os preços das *commodities*, em especial do petróleo, permanecerem deprimidos se comparados aos patamares vigentes há um ano. No Japão, as expectativas são que o processo deflacionário perdure por alguns trimestres. Nos EUA, onde se espera que o núcleo da inflação recue para 0% ainda neste ano, o IPC, em deflação anual desde março, acumulou recuo de 0,74% nos doze meses encerrados em abril, período em que o preço da energia perdeu 25,2% de valor. No Reino Unido, o IPC anual acumulou 2,3% em abril, menor valor registrado desde o início de 2008.

59. Diante desse cenário, em que sinais de melhora nas bolsas e em certos segmentos dos mercados financeiros ainda coexistem com restrições ao crédito, fragilidade do consumo e inflação em recuo, os bancos centrais das economias maduras, e também das economias emergentes, continuaram aprofundando as medidas que visam ao afrouxamento da política monetária. O *Federal Reserve* dos EUA e os bancos centrais do Japão, da Inglaterra e da Suíça, que já operam com juros nominais muito próximos de 0%, ampliaram seus programas de compras de títulos públicos ou privados, inclusive com aumento do rol de colaterais aceitos nas operações de financiamento. Já nos bancos centrais da Europa (BCE), do Canadá (BoC) e das economias emergentes, exceção feita ao Banco do Povo da China, país em que a absorção interna

tem restringido a ampliação do hiato do produto, o afrouxamento da política monetária tem sido efetuado pela sistemática redução dos respectivos juros básicos. Dessa forma, as taxas de juros básicos do BCE, BoC e dos bancos centrais do Chile, da África do Sul e da Turquia foram reduzidas para 1%, 0,25%, 1,25%, 7,5% e 9,25%, respectivamente.

Comércio exterior e reservas internacionais

60. A balança comercial apresentou superávit de US\$2,7 bilhões em maio, elevando para US\$9,4 bilhões o resultado acumulado no ano. No mês, as exportações atingiram US\$12 bilhões, e as importações, US\$9,3 bilhões, com retrações de 37,9% e de 38,7%, respectivamente, em comparação com maio de 2008, consideradas as médias diárias. A corrente de comércio caiu 38,3% em maio, para o mesmo tipo de comparação.

61. A redução das exportações em maio foi ampliada pelo efeito de base de comparação, devido ao fato de, em maio de 2008, terem sido regularizadas as estatísticas de exportação em função da greve de auditores fiscais da Receita Federal em março e abril daquele ano. Produtos básicos, semimanufaturados e manufaturados apresentaram, na ordem, contrações de 35,8%, 45,1% e 36,8%, pelas médias diárias. Em relação à retração das importações brasileiras no mesmo período, destaquem-se os recuos nas compras de bens intermediários (40,9%), e de combustíveis e lubrificantes (60,1%), refletindo o arrefecimento da produção industrial doméstica e a diminuição do preço internacional do petróleo e derivados no período

62. As reservas internacionais no conceito de liquidez, que abrangem linhas com recompra e operações de empréstimo em moedas estrangeiras, alcançaram US\$205,6 bilhões em maio, crescimento de US\$4,3 bilhões frente ao apurado no mês anterior. No conceito caixa, atingiram US\$195,3 bilhões, com elevação de US\$4,7 bilhões na mesma base de comparação.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

63. No período subsequente à reunião do Copom de abril, as taxas de juros futuros apresentaram significativa redução, sobretudo as de menor prazo, refletindo o recuo dos índices de inflação corrente,

das expectativas inflacionárias e das previsões de crescimento do PIB. As taxas de médio e de longo prazo seguiram a mesma tendência, influenciadas também por apostas de prolongamento do ciclo de flexibilização da política monetária e pelo aumento do fluxo de aplicações de investidores estrangeiros. A partir de 5 de junho, no entanto, parte do movimento descendente da curva foi revertido, principalmente em seu trecho longo, em reação à elevação da rentabilidade dos títulos do Tesouro norte-americano e à valorização do dólar no mercado internacional, notadamente após a divulgação de dados do mercado de trabalho dos EUA melhores do que o esperado. Entre 27 de abril e 8 de junho, as taxas de juros de um, de três e de seis meses cederam, respectivamente, 0,82 p.p., 0,74 p.p. e 0,71 p.p.. As taxas para os prazos de um, dois e três anos recuaram 0,64 p.p., 0,48 p.p. e 0,30 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, recuou de 5,67% em 27 de abril para 5,17% em 8 de junho.

64. Na administração da liquidez do mercado de reservas bancárias, o Banco Central realizou, de 28 de abril a 8 de junho, operações compromissadas longas, tomando recursos pelo prazo de seis meses, no total de R\$15,6 bilhões. O saldo diário médio do estoque das operações de cinco, de seis e de sete meses alcançou R\$47,0 bilhões, sendo R\$23,9 bilhões relativos às operações de sete meses. No mesmo período, foram realizadas operações compromissadas de vinte e nove dias úteis em 30 de abril, de quinze dias úteis em 4 de maio, de vinte e três dias úteis em 11 de maio, de dezoito dias úteis em 18 de maio e de treze dias úteis em 25 de maio. Essas operações retiraram do mercado R\$245,7 bilhões, R\$10,5 bilhões, R\$10,6 bilhões, R\$12,0 bilhões e R\$12,0 bilhões, respectivamente, elevando o saldo diário médio das operações tomadoras de curto prazo para R\$272,1 bilhões. O Banco Central atuou ainda em vinte e nove oportunidades como tomador de recursos por meio de operações compromissadas de curtíssimo prazo e realizou operações de nivelamento, ao final do dia, com prazos de um e de dois dias úteis. As operações de curtíssimo prazo, incluídas as de nivelamento, tiveram saldo diário médio tomador de R\$71,0 bilhões no período considerado.

65. No dia 28 de abril, o Banco Central efetuou a rolagem parcial dos contratos de *swap* cambial tradicional vencidos em 4 de maio. A operação alcançou o montante equivalente a US\$2,0 bilhões, ou cerca de 35% do respectivo vencimento. Em 5 de maio, a instituição realizou leilão de *swap* cambial reverso para vencimento em 1º de junho de 2009, com o objetivo de resgatar antecipadamente os contratos de *swap* cambial tradicional vencidos na mesma data. O montante dessa operação alcançou o equivalente a US\$3,4 bilhões. Com isso, a posição líquida do Banco Central em contratos de *swap* cambial, passiva em câmbio, recuou de US\$7,4 bilhões em 27 de abril para cerca de US\$315 milhões em 8 de junho, em valores nacionais.

66. Entre 28 de abril e 8 de junho, as emissões do Tesouro Nacional referentes aos leilões tradicionais somaram R\$41,9 bilhões. A colocação de títulos de remuneração prefixada alcançou R\$24,2 bilhões, sendo R\$17,5 bilhões em Letras do Tesouro Nacional (LTN) com vencimentos em 2009, 2010 e 2011, e R\$6,7 bilhões em Notas do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) com vencimentos em 2013 e 2017. As vendas de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) totalizaram R\$15,1 bilhões, com emissão de títulos com vencimentos em 2013 e 2015. Nos leilões de Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), foram vendidos títulos com vencimentos em 2011, 2014, 2020, 2024, 2035 e 2045, em um montante total de R\$2,6 bilhões.

67. No mesmo período, o Tesouro realizou leilões de venda de LTN com vencimento em outubro de 2009 e em abril de 2010 conjugada à compra de LTN com vencimento em julho de 2009, em um total de R\$1,9 bilhão, e leilões de venda de LFT com vencimento em março de 2013 e em março de 2015 conjugada à compra de LFT com vencimento em junho e em setembro de 2009, que somaram R\$1,3 bilhão. As vendas de NTN-B liquidadas mediante entrega de outros títulos somaram R\$3,6 bilhões e envolveram títulos com vencimentos em 2011, 2014, 2020, 2024, 2035 e 2045. O Tesouro efetuou, também, leilão de compra de LTN com vencimento em julho de 2009, que alcançou R\$2,9 bilhões.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Alvir Alberto Hoffmann
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

Maria Celina Berardinelli Arraes
Diretora

Mario Gomes Torós
Diretor

Mário Magalhães Carvalho Mesquita
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros

Henrique de Campos Meirelles
Presidente

Alexandre Antonio Tombini
Diretor

Alvir Alberto Hoffmann
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Antonio Gustavo Matos do Vale
Diretor

Maria Celina Berardinelli Arraes
Diretora

Mario Gomes Torós
Diretor

Mário Magalhães Carvalho Mesquita
Diretor

Demais participantes

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

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

João Henrique de Paula Freitas Simão
Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab)

José Antonio Marciano
Chefe do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban)

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

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

Siglas

ACSP	Associação Comercial de São Paulo
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDs	Centros de Distribuição
Cide	Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
Depec	Departamento Econômico
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPGE	Depósitos a Prazo com Garantia Especial
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
EUA	Estados Unidos da América
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FCL	Linha de Crédito Flexível
Fecomercio SP	Federação do Comércio do Estado de São Paulo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabreve	Federação Nacional de Distribuição de Veículos Automotores
FGC	Fundo Garantidor de Créditos
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo/ Índice da Bovespa
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
Icea	Índice de Condições Econômicas Atuais
ICI	Índice de Confiança da Indústria

ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IE	Índice de Expectativas
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional do Custo da Construção
INCC-DI	Índice Nacional de Custos da Construção – Disponibilidade Interna
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
IPA-DI	Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-Br	Índice de Preços ao Consumidor – Brasil
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
Ipsos	<i>Ipsos Public Affairs</i>
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
IRPJ	Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas
IRRF	Imposto de Renda Retido na Fonte
ISA	Índice da Situação Atual
ISP	Índice da Situação Presente
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LME	<i>London Metal Exchange</i>
Loas	Lei Orgânica da Assistência Social
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
MBS	<i>Mortgage-backed securities</i>
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
PAF	Plano Anual de Financiamento
PEA	População Economicamente Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PPI	Projeto Piloto de Investimento
RMV	Renda Mensal Vitalícia
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SCAP	<i>Supervisory Capital Assessment Program</i>
SCIT	Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação
SCR	Sistema de Informações de Crédito
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
TALF	<i>Term Asset-Backed Securities Loan Facility</i>
TARP	Programa para Alívio de Ativos Problemáticos
VaR	Valor em Risco
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>