

## Sumário executivo

---

Os indicativos de que as ações de política econômica empreendidas em reação à intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais passavam a favorecer a retomada da atividade econômica, enfatizados no “Relatório de Inflação” de junho, ganharam contornos mais nítidos nos últimos meses. A atenuação e, em algumas economias, como a brasileira, a aparente reversão do ambiente recessivo observado desde meados de 2008, refletiu as contribuições inerentes tanto ao maior dinamismo da demanda interna, com ênfase no impacto da flexibilização das políticas monetária e fiscal sobre os gastos de consumo privado, quanto à intensificação do comércio externo. Nesse cenário, as economias da Área do Euro e dos Estados Unidos registraram, no trimestre encerrado em junho, contrações inferiores às assinaladas em trimestres imediatamente anteriores, enquanto China e Índia experimentaram aceleração nas respectivas taxas anuais de crescimento.

No Brasil, a trajetória do Produto Interno Bruto (PIB) ratificou, com maior ênfase, o processo de retomada da atividade econômica mencionado no parágrafo anterior. Esse movimento se reveste de contornos mais relevantes a partir da constatação de que a variação do agregado no trimestre encerrado em junho, em relação ao finalizado em março, refletiu, pela ótica da oferta, resultados favoráveis na indústria e nos serviços, enquanto o exame dos componentes da demanda revela que o consumo das famílias registrou o segundo aumento consecutivo, neste tipo de comparação, e a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), após acumular retração de 20,3% nos trimestres encerrados em março de 2009 e em dezembro do ano anterior, registrou estabilidade.

A evolução de importantes indicadores setoriais, no decorrer do terceiro trimestre do ano, sugere aceleração do ritmo de crescimento da atividade. Nesse ambiente, o comportamento recente dos índices que mensuram a confiança do empresariado industrial e dos consumidores deverá favorecer a continuidade dos resultados positivos registrados na produção da indústria que, em julho, cresceu

pelo sétimo mês consecutivo e atingiu o maior patamar desde novembro de 2008. Esse cenário mais favorável incorpora, ainda, os impactos do processo de flexibilização monetária, dos estímulos fiscais, das melhoras nas condições dos mercados de trabalho e de crédito, e do recuo nas taxas de inflação sobre a renda real dos trabalhadores, com desdobramentos favoráveis em relação à consolidação do mercado interno como fator de sustentação da retomada da atividade econômica.

A continuidade da trajetória de recuperação gradual experimentada pelo mercado de crédito no trimestre encerrado em julho refletiu, em especial, a evolução das operações contratadas no segmento de pessoas físicas, movimento associado tanto ao aumento na renda disponível e à melhora nas expectativas dos consumidores, quanto ao impacto da flexibilização da política monetária sobre o custo dos empréstimos. Mantiveram-se, ainda, as tendências de expansão mais acelerada do crédito direcionado, acentuadas pela expressiva concessão realizada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) em julho, e das contratações efetuadas por bancos públicos.

O desempenho menos expressivo das operações de crédito no segmento de pessoas jurídicas refletiu o menor dinamismo da demanda das pequenas e médias empresas e os desdobramentos da tendência ainda crescente, em oposição à estabilidade observada no segmento de pessoas físicas, das taxas de inadimplência. Por outro lado, a retomada das operações de mercado de capitais deve contribuir para a decompressão das condições financeiras com que se defrontam as empresas.

As perspectivas em relação à evolução das operações de crédito nos próximos meses, com a taxa básica de juros em patamares historicamente reduzidos; recuperação da atividade econômica, com expectativa de retomada dos investimentos; e de restabelecimento das condições de liquidez no sistema bancário, em especial no que se refere às instituições financeiras médias e pequenas, mostram-se favoráveis.

A evolução das contas fiscais segue refletindo os desdobramentos da crise internacional sobre o nível das receitas, impactado pelos efeitos da retração no nível da atividade econômica e das medidas pontuais de desoneração tributária implementadas com o objetivo de estimular a demanda em segmentos importantes da economia. Por outro lado, o desempenho das contas públicas reflete, também, tendência de expansão nos

gastos, que deverá ser mais moderada, ainda que possa ser de complexa reversão, no futuro.

Os desdobramentos do ambiente descrito no parágrafo anterior sobre a trajetória do superávit primário não devem ser compreendidos, no entanto, como restrições à trajetória de redução da razão entre Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e PIB, no médio e longo prazos, a qual deverá ser beneficiada pelos efeitos favoráveis da retomada da atividade sobre o nível da arrecadação e pelo impacto defasado da flexibilização da política monetária sobre a apropriação de juros.

Em relação às contas externas, passados doze meses da intensificação da crise nos mercados financeiros internacionais, confirma-se a adequação da condução da política econômica nos últimos anos como fator fundamental à manutenção da solidez do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, da resistência do setor externo à crise financeira internacional. O déficit em transações correntes segue declinando em 2009, evolução consistente com as trajetórias dos resultados da balança comercial, das remessas de lucros e dividendos e dos gastos com viagens internacionais. Nesse cenário, o déficit em transações correntes projetado para o ano, significativamente inferior ao assinalado em 2008, deverá ser integralmente financiado com ingressos líquidos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED). Ressaltem-se, adicionalmente, as perspectivas de continuidade de ingressos elevados de investimentos estrangeiros líquidos.

Os superávits comerciais deverão passar a refletir, nos próximos meses, o impacto da consolidação da retomada do nível da atividade interna sobre o nível das importações. Essa trajetória, tanto mais acentuada quanto mais forte se apresentar a recuperação da economia brasileira, e quanto mais lenta mostrar-se a recuperação da economia mundial, não deverá se constituir em restrição ao financiamento do balanço de pagamentos que, conforme evidenciado nas projeções constantes deste “Relatório de Inflação” deverá seguir evidenciando o ambiente benigno que incorpora ingressos relativos a capitais de longo prazo e a investimentos estrangeiros, diretos e em portfólio, e maior facilidade na rolagem das obrigações externas, públicas e privadas.

Nesse cenário, a evolução recente apresentada pelos índices de preços ao consumidor e por atacado, e as expectativas de mercado em relação à sua evolução no restante do ano e em 2010 evidenciam a reduzida

probabilidade de que as pressões inflacionárias localizadas em segmentos específicos se constituam em riscos relevantes à trajetória da inflação.

Essa perspectiva, fortalecida pelo ambiente de ociosidade remanescente dos fatores de produção, torna-se mais relevante no atual cenário de retomada do nível da atividade econômica, concentrada inicialmente nos gastos de consumo – estimulados pelas melhoras nos mercados de trabalho e de crédito – e, mais recentemente, no desempenho da indústria. Cabe registrar, entretanto, que a redução da inflação brasileira para os consumidores, na esteira da crise internacional, foi modesta, se comparada com diversas outras economias, tanto avançadas quanto emergentes, evidenciando a persistência de mecanismos de indexação de preços e salários em nossa economia

Neste ambiente, a previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 4,2% em 2009. Do terceiro trimestre de 2009 ao último de 2010, a inflação acumulada em quatro trimestres se posiciona abaixo do valor central de 4,5% fixado como meta de inflação para 2009, 2010 e 2011. Em parte isso reflete os efeitos defasados da ociosidade dos fatores de produção verificada a partir do quarto trimestre de 2008, que, embora tenha recuado, deve persistir por mais algum tempo. Por outro lado, note-se que a inflação acumulada em doze meses se posiciona acima do valor central da meta nos dois primeiros trimestres de 2011 e, no terceiro, coincide com a meta. Especificamente, a projeção para a inflação acumulada em doze meses parte de 4,3% no terceiro trimestre de 2009 e encerra esse ano em 4,2%; atinge 3,6% no segundo trimestre de 2010, mas, a partir de então se eleva e encerra 2010 em 4,4%; além disso, desloca-se para 4,6% nos dois primeiros trimestres de 2011 e recua para 4,5% no terceiro. Cabe registrar que a elevação da projeção de inflação no segundo semestre de 2010 e no primeiro de 2011 em parte se deve aos impulsos fiscais esperados para o segundo semestre de 2009 e o primeiro de 2010, que vêm contribuindo para acelerar a retomada da atividade. Por outro lado, o recuo da projeção no terceiro trimestre de 2011 reflete a expectativa de que ao menos em parte esses estímulos fiscais sejam retirados a partir do segundo semestre de 2010.

No cenário de mercado, a previsão de 4,2% para a inflação em 2009 é igual à associada ao cenário de referência e também à projeção constante do último Relatório. As projeções indicam continuidade do recuo da inflação acumulada em doze meses em 2009, passando de 4,8%, no segundo trimestre, para 4,3% e 4,2% nos trimestres

subseqüentes. O fato de a dinâmica das projeções no cenário de mercado se aproximar da obtida no cenário de referência se deve às expectativas dos analistas de mercado de estabilidade tanto para a taxa de câmbio quanto para a taxa Selic nos próximos trimestres. 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 mantido em 0,8%, valor constante do “Relatório de Inflação” de junho.