

Relatório de Inflação	Brasília	Dezembro 1999	Vol. 1	Nº 3	P. 1 -137
-----------------------	----------	------------------	--------	------	-----------

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 3.088, de 21.6.99

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

Departamento Econômico (Depec) e
(e-mail: depec@bcb.gov.br)

Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)
(e-mail: conep.depep@bcb.gov.br)

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, Volume 1, nº 3.

Controle Geral de Assinaturas

Banco Central do Brasil
Demap/Disud/Suimp
SIG - Quadra 8 - Lote 2025
70610-400 - Brasília (DF)
Telefone (61) 344-1554
Fax (61) 344-2982

Tiragem: 1.900 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 (1970-75) indica o total de anos, inclusive o primeiro e o último.

A barra (/) utilizada entre anos (1970/75) indica a média anual dos anos assinalados, inclusive 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 gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Central de Informações do Banco Central do Brasil

Endereço:	Secre/Surel/Dinfo Edifício-Sede, 2º subsolo SBS - Quadra 3, Zona Central
Telefones:	(61) 414 (....) 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406
DDG	0800 992345
FAX	(61) 321 9453
	70074-900 - Brasília (DF)
Internet:	http://www.bcb.gov.br
E-mail:	cap.secre@bcb.gov.br dinfo.secre@bcb.gov.br

Índice

Apresentação

Sumário Executivo

1 - Demanda agregada	11
1.1 - Consumo	11
Comércio varejista	11
Autoveículos	12
Eletroeletrônicos	13
Supermercados e comércio atacadista	13
Consumo de combustíveis	14
Cartões de crédito e cheques compensados	14
Inadimplência	14
Consórcios	15
1.2 - Crédito	15
1.3 - Política monetária	21
Taxas de juros e expectativa de mercado	23
Títulos públicos federais	25
Agregados monetários	27
1.4 - Investimento	31
Formação bruta de capital	31
Estoques	32
1.5 - Resultado fiscal	33
Necessidade de financiamento do setor público	35
Dívida líquida	36
1.6 - Saldo de bens e serviços não-fatores	38
Balanço comercial	39
Serviços	43
1.7 - Conclusão	44
 2 - Oferta agregada	 47
2.1 - Agropecuária	47
Lavoura	47
Pecuária	48
2.2 - Indústria	48
Produção industrial	48
Utilização da capacidade instalada	49
Produção de autoveículos	50
2.3 - Mercado de trabalho	50
Emprego	50
Salários e rendimentos	52

	Custo unitário do trabalho e produtividade	53
	Indicadores selecionados de empresas não-financeiras	54
2.4 -	Produto interno bruto	54
2.5 -	Conclusão	55
3 -	Economia internacional	57
3.1 -	Estados Unidos	57
3.2 -	Japão	60
3.3 -	Área do Euro	64
	Alemanha	66
	França	66
	Itália	67
3.4 -	Economias asiáticas emergentes	67
	China	67
	Coréia do Sul	69
	Malásia	69
3.5 -	América Latina	70
	Argentina	70
	México	72
	Chile	73
	Colômbia	73
3.6 -	Conclusão	73
4 -	Movimento de capitais	75
4.1 -	Investimentos	75
4.2 -	Empréstimos e financiamentos	75
4.3 -	Conclusão	77
5 -	Preços	79
5.1 -	Índices gerais	79
5.2 -	Índices de preços ao consumidor	81
	Índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA)	83
	IPC-Fipe	84
5.3 -	Preços administrados	84
5.4 -	Expectativas de mercado	86
5.4 -	Conclusão	86
6 -	Perspectivas para a inflação	89
6.1 -	Determinantes da inflação	90
	Demanda agregada e oferta agregada	90
	Economia internacional	93
6.2 -	Cenário principal: pressupostos e riscos associados	95
6.3 -	Previsão da inflação	97
	Anexos	108
	Medidas de política econômica	129
	Apêndice	135

Apresentação

O Relatório de Inflação é uma publicação trimestral do Banco Central do Brasil, que tem como objetivo avaliar o desempenho do regime de metas para a inflação e delinear um 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) com relação à condução da política monetária.

Este relatório é constituído de seis capítulos: Demanda Agregada, Oferta Agregada, Economia Internacional, Movimento de Capitais, Comportamento dos Preços e Perspectivas para a Inflação. Com relação à demanda agregada, são analisados o consumo, os investimentos, a execução orçamentária e o hiato de recursos externos. Quanto à oferta, a análise centra-se no comportamento dos indicadores de produção dos setores agropecuário e industrial e do mercado de trabalho. No capítulo sobre economia internacional, apresenta-se uma análise do desempenho das principais economias, procurando-se identificar as condições que possam influenciar a economia brasileira, notadamente nas suas relações com o exterior. Associados ao comportamento da economia internacional, são analisados, em seguida, os movimentos de capitais, destacando-se como estes contribuíram para suprir as necessidades de pagamentos externos. 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. Finalmente, analisam-se as perspectivas para a evolução da inflação.

Sumário Executivo

O ano de 1999 foi um período de transição para a economia brasileira. Em janeiro, chegava ao ápice a grave crise cambial iniciada após a eclosão da crise russa, em agosto de 1998, com a desvalorização do real e o abandono do regime de câmbio administrado. Em junho, com o intuito de estabelecer nova âncora nominal para a economia, o governo instituiu o regime de política monetária de metas para a inflação. Este arcabouço trouxe mais racionalidade e transparência à condução da política monetária, estimulando o debate sobre temas a ela relacionados, como os benefícios de a autoridade monetária adotar postura preventiva. Apesar do pouco tempo decorrido desde sua implantação, a sociedade começa a perceber com maior clareza que as políticas que não levam em consideração seus efeitos ao longo do tempo são políticas míopes e, portanto, não devem ser adotadas.

No entanto o fato que melhor caracteriza o ano de 1999 talvez seja a enorme discrepância entre as previsões realizadas no início do ano e os resultados efetivamente observados. As previsões de que a inflação voltaria com força e de que a economia enfrentaria forte recessão não se concretizaram. Além disso, mesmo os diagnósticos mais pessimistas não vislumbravam novo ano de déficit para a balança comercial.

Mesmo assim, não seria exagero dizer que a transição foi suave. A inflação, medida pelos índices de preço ao consumidor, situar-se-á em cerca de 9%, e a economia crescerá ao redor de 1%, em 1999. Face à magnitude do choque cambial, às expectativas iniciais e às experiências dos países do leste asiático que passaram por crises semelhantes, o desempenho é surpreendente. Espera-se que o ano 2000 seja o início de um período de crescimento elevado e sustentado.

A despeito do pequeno crescimento esperado para este ano, o desempenho da indústria deverá ficar abaixo do registrado em 1998. Os setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis foram particularmente atingidos, por serem mais sensíveis às condições de crédito. O aumento da incerteza e do desemprego e as elevadas taxas de juros mantiveram restrita a oferta de crédito.

Por outro lado, o setor agropecuário apresentou desempenho bem superior ao registrado em 1998, em decorrência da safra agrícola recorde. O choque agrícola favorável contribuiu para que a inflação do primeiro semestre se mantivesse reduzida e ficasse abaixo do esperado. Além disso, o setor beneficiou-se do aumento de rentabilidade propiciado pela desvalorização, com repercussões positivas sobre a exportação de carne, frango e derivados.

O setor de serviços deverá apresentar crescimento similar ao do PIB. Vale destacar que a desvalorização estimulou sobremaneira o turismo interno e as inversões no sistema hoteleiro, de forma que esse segmento deverá apresentar bom desempenho no próximo ano.

Se, por um lado, a economia foi beneficiada pelo choque agrícola positivo, por outro, sofreu as conseqüências do aumento expressivo do preço internacional do petróleo, que subiu mais de cem por cento ao longo do ano. Outros dois eventos desfavoráveis foram a queda do preço das mercadorias e o fraco crescimento da economia da América Latina em 1999. O primeiro evento, em conjunção com a alta do preço do petróleo, deteriorou os termos de troca do país. O segundo teve impacto negativo na exportação dos bens manufaturados, em especial, na exportação de veículos. Dessa maneira, o balanço comercial fechará o ano com déficit, embora de menor magnitude que o do ano anterior.

Para o próximo ano, espera-se que o balanço comercial apresente melhora substancial e registre superávit, motivado por três fatores. Os efeitos da desvalorização deverão materializar-se com maior intensidade; a economia mundial deverá apresentar maior crescimento; e o preço das mercadorias deverá acentuar a trajetória de alta iniciada neste final de ano.

Vale ressaltar o elevado volume de investimentos diretos em 1999, que propiciou o financiamento, com folga, do déficit em transações correntes.

Para o próximo ano o volume de amortizações e pagamentos de juros deverá reduzir-se substancialmente. Esses fatos, em conjunto com a melhora do balanço comercial, criarão condições para aumento da oferta de divisas e para redução do déficit em transações correntes.

A recuperação mais vigorosa da economia, inicialmente esperada para o terceiro trimestre, parece estar ocorrendo somente no último trimestre, como sugerem alguns indicadores recentes. A produção industrial cresceu 1,6% em outubro, com destaque para a recuperação das categorias de bens de consumo duráveis, bens de capital e construção civil. Isso sugere que o crescimento paulatino do volume de crédito, iniciado no segundo semestre, começa a ganhar intensidade.

No quarto trimestre, os índices de preço ao consumidor registraram elevação inesperada da inflação. A alta deveu-se, basicamente, a choques não antecipados, como a entressafra da carne, mais severa que de costume, o aumento do preço do álcool combustível e o reajuste no preço dos automóveis.

O aumento do IPCA, que em outubro registrou a maior alta do ano, gerou o temor de que a inflação estaria voltando. Entretanto, a avaliação do Copom é de que não há recrudescimento do processo inflacionário. Grande parte do aumento da inflação pode ser explicada pelos choques supracitados, cujos efeitos são predominantemente transitórios. Em dezembro, a inflação deverá apresentar queda pelo segundo mês consecutivo, à medida que as influências desses choques dissipem-se. Da mesma forma, espera-se queda da inflação no primeiro trimestre de 2000.

O cenário básico pressupõe que a evolução dos preços administrados, principal fonte de preocupação para o ano que vem, deverá ser menos intensa do que a verificada em 1999. O maior crescimento da economia mundial, a recuperação do preço das mercadorias e a melhoria do risco Brasil são fatores que contribuirão para a normalização das contas externas e para menor pressão sobre a inflação. Com base neste cenário e supondo a manutenção da taxa básica de juros em 19% a.a., projeta-se inflação de 5,8% e crescimento de 3,5% do PIB em 2000. Apesar de a projeção central da inflação acumulada no ano estar abaixo da meta de 6%, há uma probabilidade próxima de 50% de que a inflação situe-se um ponto percentual acima das metas acordadas no Programa Econômico para o segundo e terceiro trimestres de 2000.

1 - Demanda agregada

1.1 - Consumo

Comércio Varejista

As taxas de juros praticadas no comércio recuaram de 8,9% a.m. para 7,5% a.m., entre abril e outubro, o que explica, em parte, o declínio mais acentuado das vendas à vista do que a prazo, no comércio varejista de São Paulo. Os indicadores da Associação Comercial de São Paulo, referentes ao desempenho do setor em outubro, mostraram queda de 9,9% nas consultas para transações à vista (Telecheque) e de 2,2% nas vendas a prazo (SPC), dados que também sinalizam maior restrição orçamentária, associada à manutenção da tendência de queda dos salários e rendimentos reais.

Faturamento real do comércio varejista - Brasil ^{1/}

Discriminação	Variação % no ano				
	1999				
	1º semestre	Jul	Ago	Set	Out
Geral	-4,03	-4,26	-5,02	-4,86	-4,63
Sem concessionárias	1,20	1,06	0,37	0,22	0,22
Bens de consumo	1,33	1,13	0,36	0,17	0,16
Comércio automotivo	-29,77	-30,63	-31,40	-30,20	-29,75
Material de construção	-6,40	-5,87	-6,13	-5,80	-5,47

Fonte: FCESP, FCEMG e IBGE (Rio de Janeiro, Recife e Salvador)

1/ Ponderado pela Pesquisa Anual do Comércio 1996 do IBGE:
São Paulo (53,61%), Rio de Janeiro (24,83%), Belo Horizonte (12,54%),
Salvador (5,16%) e Recife (3,86%).

O indicador do faturamento real do comércio varejista, consideradas cinco regiões metropolitanas, reduziu-se 4,6% até outubro, resultado influenciado pelo fraco desempenho do setor automobilístico. Excluindo-se as concessionárias, o indicador sugere estabilidade. Em todas as regiões analisadas o faturamento real foi negativo no acumulado do ano, ocorrendo com maior ênfase em Recife e em Belo Horizonte, onde as reduções atingiram 12,8% e 12,4%, respectivamente, seguindo-se Rio de Janeiro, São Paulo e Salvador. Observe-se que a participação das concessionárias no faturamento do varejo ocorreu de maneira mais acentuada em São Paulo, onde a queda de 3,4% é revertida para crescimento de 3,9% quando excluídas as vendas de veículos.

Em outubro, o faturamento real do comércio varejista na Região Metropolitana de São Paulo cresceu 1,6%, considerando a série ajustada sazonalmente pelo Depec, registrando-se expansão de 3,6% nas vendas reais de bens de consumo, principalmente de duráveis (7,2%), positivamente influenciadas pela redução das taxas de juros. No segmento de não-duráveis, as vendas reais cresceram 0,5%, enquanto no de bens semiduráveis houve redução de 1,2%. No comércio automotivo ocorreram as quedas mais acentuadas: 4,2% nas vendas das concessionárias e 3,3% em autopeças e acessórios. O faturamento do setor de materiais de construção apresentou resultados positivos pelo segundo mês consecutivo, 3,9% em setembro e 2,7% em outubro.

Considerando os resultados acumulados no ano, o comércio geral varejista na Região Metropolitana de São Paulo registrou queda de 3,4%, ou crescimento de 3,9%, se excluídas as concessionárias. As maiores taxas de expansão ocorreram em autopeças, 14,5%, e em bens não-duráveis de consumo, 12%, principalmente supermercados, 13,1%. Em sentido inverso, bens de consumo duráveis e semiduráveis apresentaram quedas de 2,8% e de 11,1%, respectivamente.

Autoveículos

A demanda por bens de consumo duráveis apresentou recuo significativo em 1999, trajetória que pode ser associada, principalmente, à queda dos rendimentos reais e à alta das taxas de juros observada no início do ano. Conforme a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotivos (Anfavea), até novembro, as vendas da indústria automobilística recuaram 10,2%, comparativamente às de igual período do ano anterior.

O total das vendas efetivadas no trimestre setembro-novembro decresceu 0,9%, em comparação com o trimestre imediatamente anterior, consideradas as estatísticas dessazonalizadas para o setor. Observe-se que o resultado de setembro foi influenciado pelo término, no dia 30, do Acordo Emergencial do Setor Automotivo, que estabeleceu a redução das alíquotas do IPI sobre a produção do setor. Em novembro, as vendas no mercado interno cresceram 0,5%, acumulando queda de 10,2% no ano, e as exportações, 20,4%,

totalizando decréscimo de 40,1% no ano. As importações apresentaram redução de 1,4% em outubro e de 56% no ano.

Vendas, importações e estoques de autoveículos

Discriminação	Variação % mensal				
	1999				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
Vendas de autoveículos ^{1/}	12,9	2,2	-2,2	-7,7	3,1
Internas ^{1/}	8,9	7,2	-1,2	-10,3	0,5
Externas ^{1/}	4,5	5,9	-4,1	4,0	20,4
Importação de autoveículos ¹	-16,0	-2,0	5,1	-1,3	...
Estoques de veículos	-2,6	0,2	9,1	3,2	...

Fonte: Anfavea, Ministério da Fazenda e Fenabrave

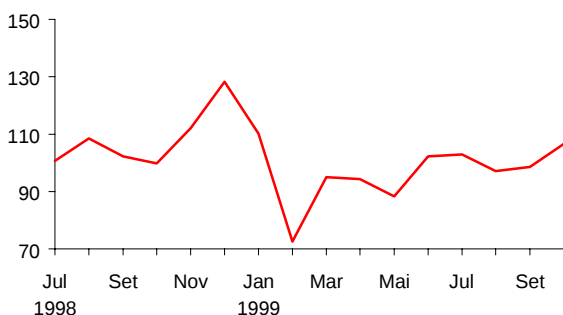
1/ Dados dessazonalizados.

O comportamento das vendas nas concessionárias foi, conforme esperado, semelhante ao apresentado nas montadoras, reagindo favoravelmente quando da assinatura e anúncio da data de término do acordo do setor automobilístico. Assim, em outubro, as vendas totais contraíram-se 20,4%, com o segmento de ônibus apresentando redução de 33,1%; o de comerciais leves, de 29,7%; o de automóveis, de 18,9%; e o de caminhões, de 14,9%. Apenas no segmento de máquinas agrícolas ocorreu variação positiva, 4,7%.

Eletroeletrônicos

Vendas industriais de eletroeletrônicos

Dados dessazonalizados
1994=100

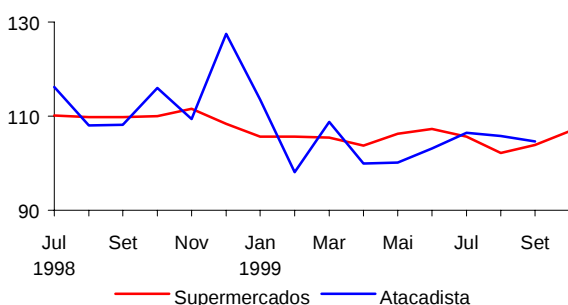


Fonte: Eletros

As vendas industriais de eletroeletrônicos, quando comparadas as médias de julho a outubro e a do primeiro semestre do ano, apresentaram crescimento de 8%, dados dessazonalizados, indicando recuperação do setor. Em decorrência, a queda acumulada no ano recuou de 18% até junho, para 13% até outubro. Por segmento, o maior declínio ocorreu nas vendas de imagem e som (28,9%), enquanto os produtos portáteis e da linha branca decresceram 6% e 4%, respectivamente, no mesmo período.

Supermercados e comércio atacadista

Brasil (vendas reais)
1995=100



Fonte: Abras e Abad

Supermercados e comércio atacadista

As vendas reais dos supermercados, deflacionadas pelo IGP-DI, declinaram 2,9% até outubro, conforme pesquisa da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). A série isenta de influências sazonais, após apresentar quedas em julho e agosto,

mostrou crescimentos de 1,7% em setembro e de 2,8% em outubro, resultando em declínio de 1% no faturamento médio do segundo semestre, comparativamente ao do primeiro.

De forma semelhante, o faturamento real do setor atacadista, deflacionado pelo IPA-DI, apresentou declínio, verificando-se queda de 1,1% no ano, até setembro.

Consumo de combustíveis

O consumo aparente de derivados de petróleo cresceu 0,3% até outubro, comparativamente a idêntico período de 1998. Esse resultado decorreu dos crescimentos na demanda de gás liquefeito de petróleo, 3,8%, e de óleo diesel, 0,3%, e das quedas no consumo de óleo combustível, 7,1%, e de gasolina automotiva, 6,2%. O álcool carburante, considerados dados até setembro, teve o consumo reduzido em 3,4%.

Cartões de crédito e cheques compensados

Os indicadores de demanda representados pelas transações realizadas com cartões de crédito e pelo número de cheques compensados, demonstraram comportamento distinto ao longo do ano, em parte decorrente da tendência de uso mais intenso dos primeiros. Assim, até outubro, o número de operações atendidas com cartão de crédito cresceu 21,4%, enquanto as pagas com cheques diminuíram 4%. O número total de transações resultante da agregação desses dois indicadores cresceu 1,7%, evolução compatível com o comportamento do nível de atividade.

Inadimplência

A inadimplência no comércio varejista da Região Metropolitana de São Paulo tem mostrado relativa estabilidade nos últimos meses. Segundo a Associação Comercial de São Paulo, a taxa líquida passou de 8%, em setembro, para 8,5%, em outubro, recuando para 8,1%, em novembro. No Rio de Janeiro, o indicador mensurado pelo Teledata,

que envolve a relação entre cheques devolvidos e recebidos no comércio, permaneceu declinante ao longo do ano, com registros de 1,92% em agosto, de 1,84% em setembro e de 1,62% em outubro.

Em sentido oposto, indicador que considera a relação entre cheques devolvidos por insuficiência de fundos e cheques compensados, de abrangência nacional, tem mostrado crescimento ao longo do ano. Assim, em outubro alcançou 3,59%, relativamente a 3,26% em setembro e 2,46%, em média, no primeiro semestre. A comparação entre a média até outubro de 1998, que atingiu 2,67%, com a verificada em igual período deste ano, quando situou-se em 2,82%, também evidencia a expansão da inadimplência.

Consórcios

O número de grupos de consórcios reduziu-se 12,8% até outubro, comparativamente a idêntico período de 1998, após contração de 13,5% detectada no primeiro semestre. No mesmo sentido, as operações com veículos declinaram de 16,6%, até junho, para 13%, até outubro, enquanto as relativas a equipamentos diversos (tratores, equipamentos agrícolas e rodoviários, veículos de carga e de transporte coletivo, aeronaves e embarcações) mantiveram-se relativamente estáveis.

1.2 – Crédito

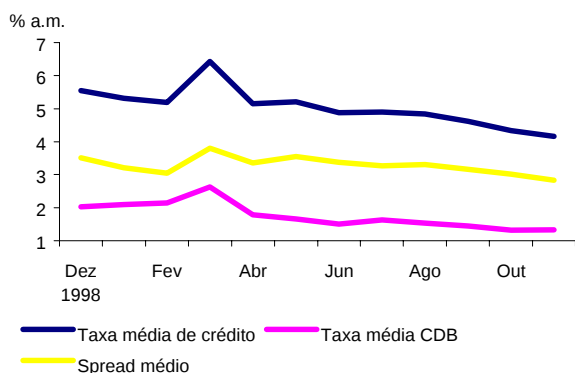
A condução da política creditícia tem sido orientada em sentido expansionista, com a distensão de mecanismos visando a redução dos custos de intermediação financeira e a ampliação da oferta de crédito. Concorreram para esse objetivo o decréscimo nos recolhimentos compulsórios de fundos de investimento financeiro, de depósitos à vista e a prazo, além da diminuição da alíquota do IOF para pessoas físicas. Dessa forma, espera-se, o canal de transmissão da política monetária, via crédito, assumirá importante papel para a retomada do crescimento econômico.

No que diz respeito à redução de custos para o sistema financeiro, vale mencionar a criação da Cédula de Crédito Bancário, título decorrente de operação de crédito, de trâmite judicial mais simples e eficaz.

Adicionalmente, foi reduzido de R\$ 50 mil para R\$ 20 mil o valor mínimo dos contratos que devem ser informados pelas instituições financeiras ao Sistema Central de Risco.

No que tange à oferta de crédito, foram estabelecidas condições mais favoráveis para operações ativas sob a forma de capital de giro, realizadas pelo Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, com recursos oriundos do Fundo de Participação Pis/Pasep. Ademais, foi instituído o Programa de Recuperação Fiscal (Refis) com a finalidade de regularização dos créditos da União, decorrentes de débitos de pessoas jurídicas, relativos a tributos e contribuições, que se constituem em obstáculo para assunção de financiamentos pelo setor produtivo junto a essas agências de fomento.

Spread de operações de crédito



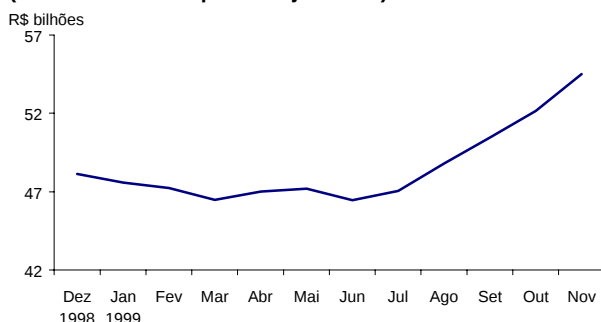
Nesse cenário de acréscimo de liquidez e de perspectivas de redução nos custos, observou-se expansão do crédito, paralelamente à contração no *spread* bancário, em relação à média das taxas de CDB. Assim, a média mensal do diferencial entre as taxas ativas e passivas do sistema financeiro decresceu de 3,3% a.m., em julho, para 2,8% a.m., em novembro, atingindo, em termos anuais, 47,1%, comparativamente a 39,8%.

Ao longo do quadrimestre agosto-novembro foi registrada trajetória de queda na média do *spread* de todas as operações regulares de crédito. O movimento mais acentuado ocorreu no segmento de pessoas físicas, onde o *spread* médio mensal caiu de 5% a.m., em julho, para 4,2% a.m., em novembro, o que, em termos anuais, representa redução de aproximadamente 14 pontos percentuais. No segmento, a redução mais expressiva ocorreu no *spread* do cheque especial, passando de 7,2% a.m., em julho, para 6,3% a.m., em novembro, o que significa, em termos anuais, queda de 129,4% para 109,3%. Na modalidade de crédito pessoal, a média mensal foi reduzida de 4,7% a.m. para 3,9% a.m., contração média anual de 73,6% para 58,4%.

No que se refere ao crédito concedido a pessoas jurídicas, o *spread* médio mensal contraiu-se de 2,3% a.m., em julho, para 2,1% a.m., em novembro, com queda anual de 31,8% para 28%. Quanto à evolução

do *spread* por modalidade, em termos médios mensais ocorreu redução de 2,7% a.m. para 2,3% a.m. em *hot money*; de 2,8% a.m. para 2,3% a.m. nos descontos de duplicatas e de 2,3% a.m. para 1,9% a.m. nas operações de capital de giro. Em termos anuais, as taxas diminuíram de 37,2% para 30,7%; de 38,9% para 32%; e de 31,2% para 25,1%, respectivamente.

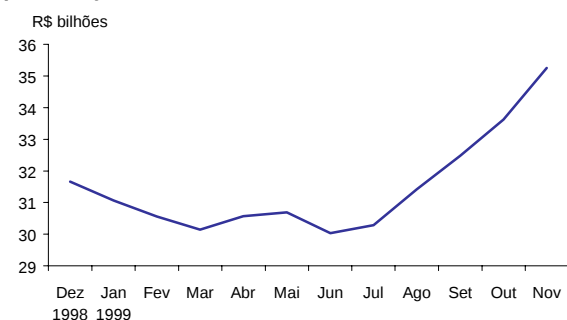
Volume de operações de crédito^{1/} (Pessoas físicas + pessoas jurídicas)



1/ Média dos saldos diários.

O volume de operações de crédito, excluídas as operações de crédito imobiliário, rural, *leasing* e as realizadas com repasses de fundos públicos e com recursos captados no exterior, expandiu-se 15,8% no quadrimestre agosto-novembro, e 13,2% em relação a dezembro de 1998. Desse total, as operações contratadas com pessoas jurídicas ampliaram-se 16,4% no quadrimestre e 11,3% no ano, enquanto as realizadas com pessoas físicas expandiram-se 14,8% e 16,8%, respectivamente.

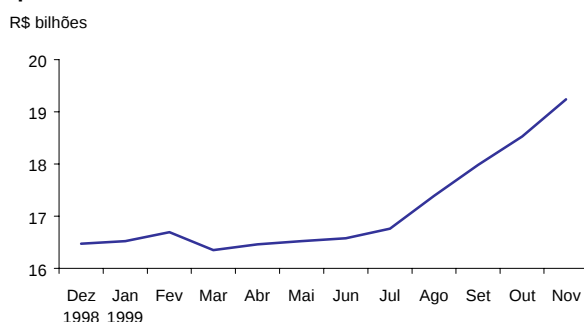
Volume de operações de crédito com pessoas jurídicas^{1/}



1/ Média dos saldos diários.

No segmento de pessoas jurídicas, ocorreu aumento de 31% no volume das operações com notas promissórias, que atingiram R\$ 521 milhões; de 29,6% nas operações de *vendor*, R\$ 3,7 bilhões; de 26,5% nas operações de conta garantida, R\$ 11,7 bilhões; de 24,4% em aquisição de bens, R\$ 1,1 bilhão; de 22,6% nos descontos de duplicatas, R\$ 3,1 bilhões; de 18,3% em *hot money*, R\$ 683 milhões e de 4,8% nas operações de capital de giro, situando-se em R\$ 14,4 bilhões.

Volume de operações de crédito com pessoas físicas^{1/}

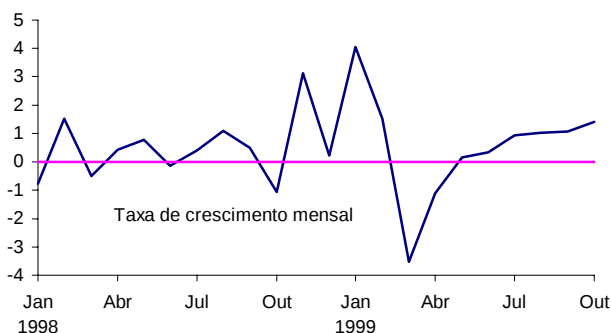


1/ Média dos saldos diários.

No que se refere às operações com pessoas físicas, o volume de crédito pessoal aumentou 20,7%, atingindo R\$ 8,7 bilhões; o direcionado à aquisição de bens, 11%, alcançando R\$ 4,7 bilhões, e o crédito via cheque especial, 9,8%, situando-se em R\$ 5,8 bilhões.

Quanto ao estoque de empréstimos concedidos pelo sistema financeiro aos diversos segmentos de atividade, desde julho tem-se registrado crescimento

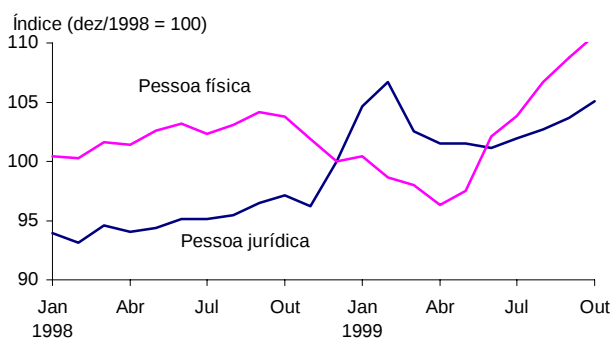
Empréstimos do sistema financeiro ao setor privado



moderado, sem que se constitua em fator de pressão sobre a demanda agregada. O total dos empréstimos normais cresceu 3,2% no trimestre agosto-outubro, totalizando R\$ 268,4 bilhões, o que representa aumento acumulado de 5,3% nos dez primeiros meses do ano.

Em termos setoriais, o estoque de crédito total ao setor público atingiu R\$ 33,8 bilhões em outubro, com crescimento de 1% no trimestre e de 2% no ano. Os empréstimos contratados pelo governo federal apresentaram acréscimo de 3,4% no período agosto-outubro, alcançando R\$ 6,3 bilhões. Esse resultado reflete, em parte, a correção cambial de contratos, em agosto; a liquidação de parcela de dívidas de empresas estatais do ramo outros serviços, em setembro; e a concessão de adiantamentos de contrato de câmbio para companhias públicas ligadas à atividade industrial, em outubro. As dívidas bancárias estadual e municipal registraram saldo de R\$ 27,4 bilhões, com aumento de 0,5% no trimestre devido, em sua maior parte, à liberação de recursos para o financiamento do sistema de transporte público.

Evolução dos empréstimos do sistema financeiro privado



As operações de crédito contratadas pelos estados e municípios mantiveram-se estáveis ao longo de 1999, trajetória consistente com os limites legais inerentes ao processo de ajuste dos gastos do setor público. Nesse sentido, até setembro, os saldos desses financiamentos não poderiam exceder os valores de 30.9.97, corrigidos mensalmente em 80% da taxa referencial (TR). Adicionalmente, a partir de outubro, o contingenciamento do crédito passou a ser de 45% do patrimônio líquido ajustado (PLA) da instituição financeira concedente, observado o valor global de R\$ 600 milhões, para a contratação de novas operações.

Com referência ao setor privado, as operações de crédito alcançaram R\$ 234,6 bilhões em outubro, com expansão de 3,5% no trimestre e de 5,8% no ano.

Os créditos contratados pelas pessoas físicas totalizaram R\$ 33,4 bilhões em outubro, representando expansão de 6,6% no trimestre e de 10,6% no ano. Desde maio, este vem sendo o segmento com maior dinamismo, destacando-se o volume de operações sob a forma de crédito pessoal e o aumento na contratação de financiamento para aquisição de bens.

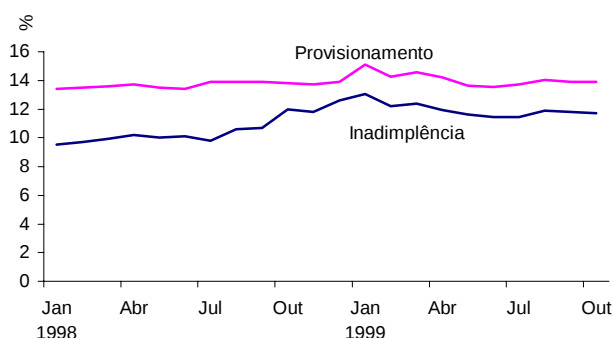
Com relação aos empréstimos para pessoas jurídicas, o saldo das operações de crédito totalizou R\$ 201,2 bilhões em outubro, com crescimento de 3% no trimestre e de 5,1% no acumulado do ano.

Os créditos para o comércio, destinados a viabilizar negócios envolvendo bens de consumo durável, atingiram R\$ 20,3 bilhões em outubro, com elevação de 8,6% no trimestre e de 12,2% no ano. O saldo dos empréstimos relativos a outros serviços atingiu R\$ 28,6 bilhões, com crescimento de 4,7% no trimestre e queda de 10,6% no ano.

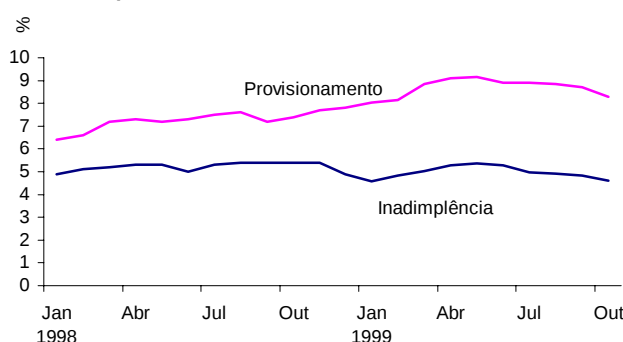
O saldo dos empréstimos concedidos à indústria alcançou R\$ 71,2 bilhões em outubro, registrando expansão trimestral de 4,3%. No ano, o crescimento atingiu 18,9%, o que reflete, em parte, os efeitos da desvalorização cambial sobre a correção de contratos indexados ao dólar, no início de 1999. Adicionalmente, em setembro, sobressaíram os financiamentos para investimentos e operações de adiantamento de contrato de câmbio para o setor produtivo, concedidos pelo sistema financeiro público.

Os créditos direcionados ao setor habitacional apresentaram saldo de R\$ 60,1 bilhões, com contração de 1,5% no trimestre e de 1,2% no ano refletindo, principalmente, a menor demanda por financiamento de imóveis novos.

O processo incentivado de liquidação de contratos habitacionais, amparados pelo Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), contribuiu para a queda no saldo dos financiamentos concedidos ao segmento habitacional, além de favorecer o perfil da carteira de empréstimos do sistema financeiro. Ressalte-se que o impacto contracionista de tais operações sobre a demanda agregada é substancialmente menor que o montante do crédito cancelado, tendo em vista os descontos concedidos nas liquidações.

Inadimplência e provisionamento do sistema financeiro público

O saldo dos financiamentos concedidos ao setor rural alcançou R\$ 21 bilhões em outubro, representando expansão de 5,2% no trimestre devido, principalmente, aos desembolsos efetuados para atender a demanda por crédito para o custeio da safra de verão 1999/2000. No acumulado do ano, o crescimento atingiu 1,5%, destacando-se que entre abril, quando ocorre maior contratação de empréstimos relativos à comercialização de mercadorias agrícolas, e agosto houve contração do saldo de crédito, devido às amortizações desses empréstimos e à defasagem na definição dos recursos orçamentários referentes à equalização de taxas de juros pelo Tesouro Nacional.

Inadimplência e provisionamento do sistema financeiro privado

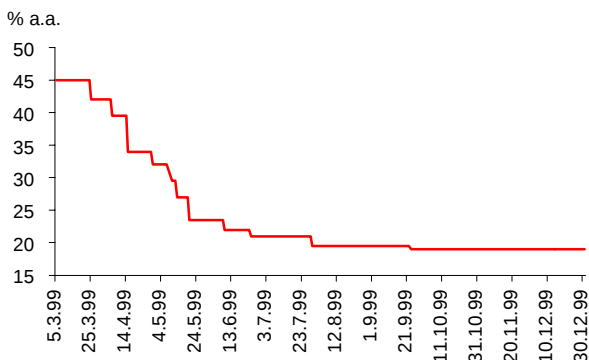
O saldo das operações de crédito em atraso e em liquidação, deduzidas as rendas a apropriar, totalizou R\$ 25,3 bilhões em outubro, representando 8,6% dos créditos totais, ante índice médio de 8,9% nos dez primeiros meses do ano. As provisões para os créditos em liquidação duvidosa alcançaram R\$ 33,6 bilhões, excedendo em 33% o saldo dos créditos em atraso e em liquidação.

Em relação ao sistema financeiro privado, a taxa de inadimplência manteve trajetória declinante no trimestre agosto-outubro, situando-se em 4,6%. A postura cautelosa observada nesse segmento evitou a deterioração da sua carteira de crédito, principalmente no que concerne aos contratos indexados em moeda estrangeira, que haviam concorrido para o aumento da inadimplência no primeiro semestre. As provisões efetuadas pelo segmento atingiram 8,3% do total de créditos.

No sistema financeiro público, a participação dos créditos inadimplentes no crédito total vem-se mantendo estável nos últimos seis meses, registrando 11,7% em outubro. A taxa de provisionamento apresenta comportamento semelhante, registrando margem de 18,8% em relação aos créditos em atraso e em liquidação.

1.3 – Política Monetária

Metas da taxa Selic



A política monetária implantada no segundo semestre tem-se caracterizado pela continuidade na trajetória descendente da taxa básica de juros, embora em velocidade menor que a registrada no segundo trimestre do ano, em consonância com a política de metas para a inflação.

Assim, em reunião no dia 22 de setembro, o Copom reduziu a meta para a taxa Selic de 19,5% a.a. para 19% a.a., mantendo-a nesse patamar nas reuniões de 6 de outubro, 10 de novembro e 15 de dezembro.

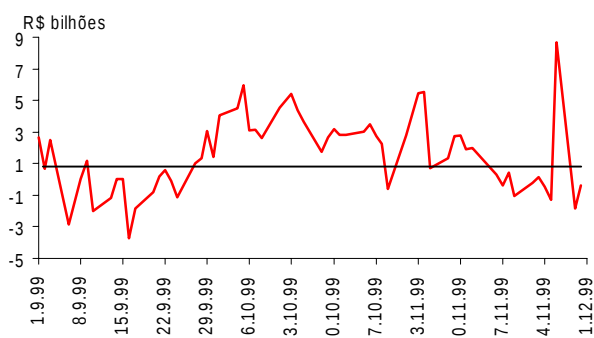
Na reunião de outubro foi estabelecido viés de baixa, enquanto nas demais não foi adotado viés.

Simultaneamente, com o objetivo de favorecer a retomada do crescimento econômico a partir do dispêndio privado, a Autoridade Monetária tem induzido reduções nas taxas ativas do sistema financeiro, procurando atuar sobre o *spread* bancário por meio da redução de custos e de riscos nas operações de intermediação.

Relativamente à diminuição de custos, procedeu-se à redução da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incidente sobre empréstimos a pessoas físicas, que foi igualada à aplicada nas operações de crédito às empresas, 1,5%.

No mesmo sentido, a autoridade monetária promoveu reduções nos recolhimentos compulsórios. A alíquota incidente sobre os recursos a prazo, cujo recolhimento era exigível em títulos e situava-se em 30%, até 5 de maio, foi gradualmente diminuída até atingir 0%, a partir de 22 de outubro. Nesse contexto, observou-se redução da ordem de R\$ 27 bilhões no montante de títulos vinculados ao Banco Central, que passaram a integrar a carteira livre das instituições, movimento que conferiu maior flexibilidade no direcionamento dos recursos.

A partir de outubro, a alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e sob aviso também foi reduzida, sendo fixada em 65%. A alíquota anterior, de 75%, estava em vigor desde janeiro de 1997.

Disponibilidades livres do sistema bancário

Neste caso, a liberação de recursos monetários elevou as disponibilidades livres do sistema bancário, definidas como a soma das reservas livres e da posição de financiamento líquido tomado pela Autoridade Monetária com lastro em títulos federais, em cerca de R\$ 2,7 bilhões.

Ressalte-se que essas disponibilidades, geradas inicialmente como reservas bancárias livres, exigiram intervenção compensatória da Autoridade Monetária de modo a evitar que níveis de liquidez superiores aos demandados pelo mercado viessem a pressionar a taxa de juros. Desse modo, a posição do Banco Central em financiamentos de títulos federais, que em setembro apresentara valor médio reduzido, registrou média de R\$ 3,4 bilhões de financiamentos tomados, em outubro. Essa posição foi ajustada ao longo do mesmo mês, com colocações líquidas de títulos federais em operações definitivas no montante de R\$ 3 bilhões. Em novembro, registraram-se disponibilidades livres significativas apenas na primeira quinzena do mês, em função de desembolsos da conta única do Tesouro Nacional no período.

Dentre as medidas que visam a amenizar os riscos da intermediação financeira, destaque-se a flexibilização dos prazos, taxas e indexadores das operações do sistema financeiro. Com isso, a compatibilização de prazos e taxas entre operações ativas e passivas é facilitada, reduzindo-se os riscos de mercado. Adicionalmente, os riscos de crédito foram atenuados por meio da ampliação da base de cobertura da Central de Risco, com a redução do limite mínimo de valor informado, e da criação da Cédula de Crédito Bancário, esta última ainda como Medida Provisória em tramitação no Congresso Nacional.

Ressaltem-se, também, as importantes implicações do conjunto de medidas anunciado pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional, em 4 de novembro, para aprimorar o mercado de títulos federais, dando-lhe maior dinamismo, e viabilizando a redução dos custos financeiros da dívida e o aumento de sua duração.

O alongamento dos prazos e a redução dos prêmios nas emissões de títulos federais também poderão impactar favoravelmente as condições

de crédito do sistema financeiro, à medida que os seus instrumentos de captação incorporem os efeitos positivos decorrentes da alteração do perfil dos instrumentos federais.

Vale destacar que alguns procedimentos com vistas a ampliar a liquidez do mercado de títulos federais já vêm sendo adotados, como a concentração de vencimentos, que pode ser observada recentemente nos leilões de LTN realizados nos dias 4, 11 e 18 de novembro, quando foram ofertados títulos com vencimento em 3 de maio de 2000. No mesmo sentido, medida em vigor desde agosto estendeu às pessoas físicas e a todas as pessoas jurídicas a possibilidade de realizar operações compromissadas com quaisquer títulos e a qualquer prazo, desde que na data de contratação sejam estipulados parâmetros de remuneração ou rentabilidade. Até então, as negociações de títulos com compromisso de recompra/revenda por pessoas físicas e jurídicas não autorizadas só podiam ser realizadas por prazo mínimo de 30 dias, com lastro em títulos federais.

Taxas de Juros e Expectativa de Mercado

As taxas de juros reais no período janeiro-novembro, utilizando-se como parâmetro a taxa Selic, situaram-se entre 15% a.a. e 17% a.a., se considerados os índices de preços ao consumidor. Utilizando-se como deflator os índices gerais de preços, as taxas reais oscilaram entre 4% a.a. e 6% a.a., as menores desde a implantação do Plano Real.

Taxa de juros real

Período	%a.a.						
	Deflatores						
	IGP-DI	IGP-M	IPA-DI	IPC-BR	INPC	IPC-Fipe	IPCA
1995	33.38	32.84	43.91	21.58	25.50	24.29	25.06
1996	16.54	16.69	17.87	14.43	16.77	15.78	16.29
1997	16.09	15.82	15.76	16.37	19.59	19.04	18.59
1998	26.62	26.52	26.88	26.67	25.66	31.13	26.69
1999 ^{1/}	4.68	5.23	-2.79	15.88	16.30	15.74	15.53

^{1/} Média de janeiro a novembro de 1999, anualizada.

A redução no ritmo de decréscimo das taxas de juros básicas, assim como a não fixação de viés, pelo Copom, e a divulgação de índices de inflação acima dos esperados, contribuíram para a reestimação das expectativas de taxas de juros pelo mercado, na primeira metade de novembro. No final desse mês e no decorrer de dezembro, tais expectativas foram revertidas, revelando a melhoria de indicadores externos e internos, como a perspectiva de trajetória mais favorável da inflação no próximo ano e a consolidação de resultados fiscais significativos. Esse comportamento pode ser constatado por meio da análise da taxa Selic e do mercado de *swap* de juros com vencimento

Mercado secundário

O Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional anunciaram conjunto de medidas objetivando o aprimoramento do mercado de títulos públicos federais, com ênfase no mercado secundário. Serão afetadas, as condições de rolagem da dívida pública, em contexto de elevação da liquidez e transparência do mercado. As seguintes medidas deverão impactar, de maneira mais direta, os custos e a duração da dívida pública:

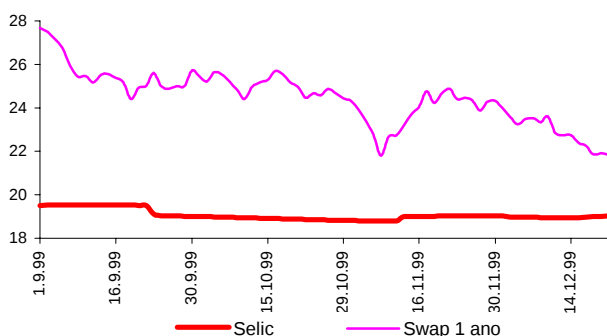
- lançamento de títulos prefixados de longo prazo com oferta competitiva de opção de venda. Tal procedimento equivale à oferta de seguro para oscilações não antecipadas de preço;
- permitir que a taxa Selic oscile com maior liberdade em torno de sua meta em vigor. Essa medida desestimulará a zeragem das instituições no mercado de reservas bancárias, dado o maior risco de taxa de juros, elevando a demanda do mercado por operações definitivas com títulos federais;
- ofertas públicas, de títulos prefixados de longo prazo, após recebimento de proposta firme de compra das instituições financeiras, representando também seus clientes;
- realização, pelo Tesouro Nacional, de leilões regulares e predefinidos de compra de seus títulos, configurando instrumento de alteração qualitativa de sua dívida em mercado; e
- permissão para negociação em separado do principal e dos cupons de títulos cambiais.

Com relação às medidas destinadas a ampliar a liquidez e transparência no mercado, e assim viabilizar menores prêmios nas colocações de títulos federais e o alongamento do perfil da dívida, destacam-se:

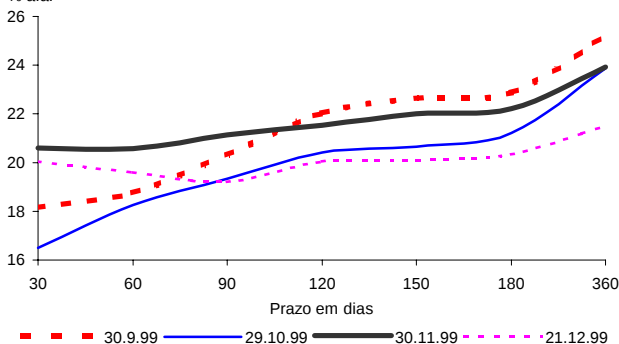
- ofertas de títulos prefixados, com compromisso de recompra, destinadas a cobertura de vendas a descoberto por parte das instituições financeiras;
- redução do número de vencimentos dos títulos federais, evitando que as ofertas públicas venham a competir com as operações do mercado secundário, uma vez que o grande número de vencimentos prejudica a formação de preços e diminui a liquidez do papel;
- compras e vendas mais frequentes de títulos federais, em operações definitivas, no mercado secundário;
- desenvolvimento de sistema para registro no Selic de operações a termo com títulos federais, possibilitando formalização mais simples e direta de tais operações;
- realização de operações com títulos federais no Selic com liquidação em D + 1 e estímulo à utilização de sistemas eletrônicos para a negociação de títulos federais. Tais procedimentos destinam-se a incentivar a participação de novos agentes econômicos, como pessoas físicas e jurídicas não-financeiras, no mercado;
- publicação diária, pela Andima, das cotações dos títulos prefixados e cambiais; e
- divulgação prévia, pelo Tesouro Nacional, de cronograma de emissões de títulos em oferta pública. O primeiro, referente a dezembro, foi publicado em 25 de novembro.

Selic x Swap 1 ano

% a.a.

**Estrutura a termo - swap pré**

% a.a.



em um ano, que apresentou ligeira alta em novembro, com as taxas recuando para patamar em torno de 22% a.a., em meados do mês de dezembro.

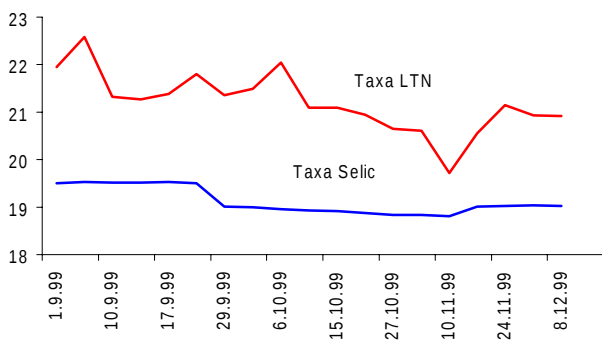
A mudança nas expectativas também é evidenciada por meio do deslocamento e rotação da estrutura a termo da taxa de juros. As taxas projetadas para o período de um ano pelos contratos de *swap*, que estabeleceram-se em 25% ao final de setembro, situavam-se em 21,5%, no dia 21 de dezembro. Os contratos com prazos mais curtos registraram aumento em suas projeções ao final de novembro, o que sugere que os agentes assumiram maior probabilidade de majoração das taxas de juros no curto prazo, não contaminando, entretanto, as expectativas de horizonte temporal mais longo. Em dezembro, considerando-se as taxas negociadas no dia 21, observa-se redução de aproximadamente 2 pontos percentuais para os contratos com prazo acima de 90 dias.

Títulos públicos federais

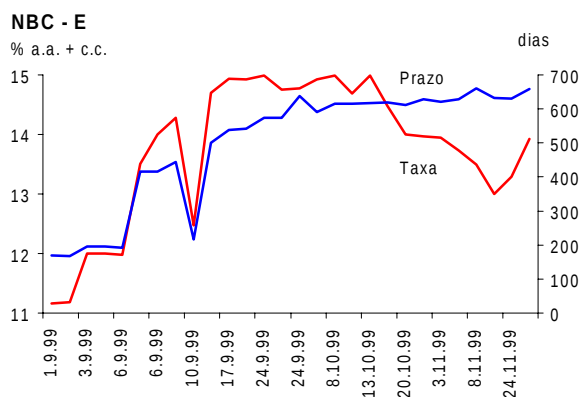
As operações definitivas com títulos federais, entre setembro e novembro, foram conduzidas de forma a viabilizar a continuidade da política de gestão da dívida mobiliária federal. Assim, o Banco Central resgatou liquidamente, no período, R\$ 16,3 bilhões, enquanto o Tesouro Nacional vendeu, liquidamente, R\$ 16 bilhões.

LTN - 3 meses

% a.a.



No trimestre setembro-novembro, o Tesouro Nacional realizou leilões de títulos prefixados (LTN) e de títulos indexados à taxa *over*/Selic (LFT). Em setembro e outubro, os prazos das LTN situaram-se em torno de três meses, ampliando-se para o prazo de cinco a sete meses em novembro. Ressalte-se que a ampliação dos prazos dos títulos prefixados implica em ganhos para as políticas monetária e fiscal, em função do aumento da duração média da dívida mobiliária federal.



As taxas médias de colocação dos títulos prefixados mais curtos oscilaram entre 0,9 e 3,1 pontos percentuais ao ano acima da taxa Selic vigente nos dias dos leilões. Os prefixados de prazo em torno de seis meses, por seu turno, apresentaram taxas médias de colocação de 1,9 a 4 pontos percentuais ao ano acima da taxa Selic dos dias dos leilões.

As colocações de títulos do Banco Central através de leilões, de setembro a novembro, limitaram-se às NBC-E, títulos atrelados à variação cambial. No primeiro mês, ocorreram colocações líquidas da ordem de R\$ 3 bilhões, com o objetivo de atender a demanda por títulos dessa natureza. Em outubro e novembro, o volume de cambiais colocado apenas cobriu o fluxo resgatado.

A partir de 28 de outubro, foi extinto o limite para a posição vendida de câmbio das instituições financeiras, medida que, ao liberar a demanda por aplicações em ativos referenciados na taxa de câmbio, favorecerá eventuais colocações líquidas dessa modalidade de títulos.

As taxas de colocação das NBC-E reduziram-se no período, uma vez que as pressões no mercado de câmbio foram atenuadas após a atuação da Autoridade Monetária, em setembro. Nesse mês, as taxas internas de retorno, em dias úteis, ultrapassaram 15% a.a., enquanto em novembro, não obstante o prazo desses títulos tivesse sido alongado, situaram-se, em média, em 13,7% a.a.

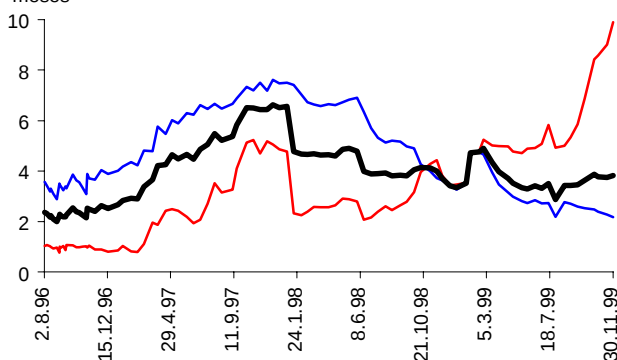
A partir de dezembro, o Tesouro Nacional voltou a realizar ofertas públicas de NTN-C, título indexado ao IGP-M, com cupons semestrais de 6% a.a. O primeiro leilão, ocorrido em primeiro de dezembro, ofertou dois lotes de R\$ 1 bilhão cada. Um com prazo de 3 anos e outro com prazo de 7 anos, aplicando-se preço único para todas as propostas aceitas. Nesses leilões, foram aceitas como pagamento modalidades específicas de créditos securitizados de responsabilidade do Tesouro Nacional, registrados na Cetip.

O volume de NTN-C com maturidade de três anos correspondeu a R\$ 675 milhões, com taxa de 12% a.a., enquanto a colocação de títulos

com maturidade de sete anos atingiu R\$ 325 milhões e taxa de 12,5% a.a. Do total dos títulos colocados, 21% foram liquidados com créditos securitizados, com deságio médio de 15% sobre seus valores de face.

A reintrodução das NTN-C e a aceitação de créditos securitizados federais em pagamento têm por finalidade contribuir para reforçar os parâmetros de longo prazo da economia brasileira, relativos a juros e inflação; reduzir as modalidades de títulos federais em circulação, a fim de elevar a liquidez no mercado secundário; e oferecer instrumentos que sirvam de lastro para passivos de longo prazo.

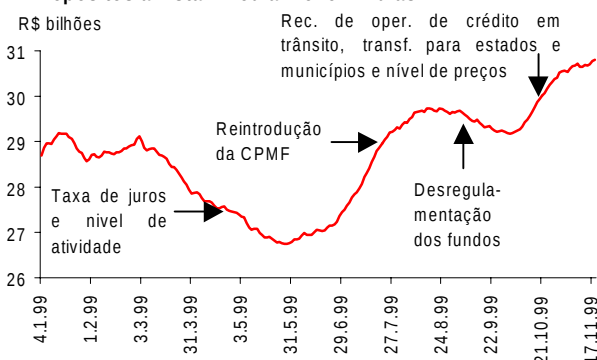
Duração média
meses



A duração média dos títulos federais emitidos em oferta pública, após atingir 2,87 meses em 30 de julho, valor mais reduzido desde fevereiro de 1997, situou-se em 3,8 meses em 30 de novembro, o que sugere tendência ascendente do indicador. Essa recuperação pode ser atribuída, principalmente, ao crescimento da participação e do prazo para resgate dos títulos cambiais em mercado.

Agregados monetários

Depósitos à vista - média móvel 21 dias



A média dos saldos diários dos meios de pagamento, em seu conceito restrito, apresentou redução de 1% em setembro, relativamente ao mês anterior. Esse resultado pode ser atribuído, em parte, à migração de recursos para fundos de investimento, cuja atratividade refletiu a desregulamentação promovida a partir do mês anterior.

Em outubro e novembro, a demanda por moeda registrou crescimentos de 3,2% e de 2,1%, comportamento associado à elevação no nível de preços ao longo do ano, à expansão do crédito e ao crescimento das transferências de recursos da União para estados e municípios. Vale ressaltar que a velocidade-renda do agregado, em novembro, considerando-se o conceito de média mensal dos saldos diários, situou-se no nível observado em igual mês do ano anterior.

Duration

Criado como indicador de finanças empresariais, em 1938, pelo financista Macaulay, mas só difundido na década de 70 e posteriormente aplicado em análises macroeconômicas, o conceito de duração exprime a sensibilidade do preço de um título prefixado a mudanças nas taxas de juros. Esse conceito veio substituir o de maturidade média, considerado uma medida inadequada da sensibilidade do preço de um papel já que ignora os efeitos do pagamento dos cupons e amortizações intermediárias de um título.

Proposta inicialmente como forma de uniformizar fluxos futuros de caixa de títulos, equiparando, em termos de prazo, papéis com cupons e amortizações intermediárias a prefixados, a duração permite somar prazos de diferentes fluxos de caixa. A duração de Macaulay depende de três fatores: o prazo restante para resgate do título, o fluxo de pagamento dos cupons e a taxa de remuneração do papel, expressando a vida efetiva de um título.

Ao ponderar o prazo médio de recebimento dos fluxos financeiros pelo valor presente desses fluxos, Macaulay resolveu as deficiências encontradas nos conceitos de maturidade e prazo médio para o propósito de comparação de títulos com características distintas. A maturidade em si mede o prazo para recebimento do principal, e desta forma, a extensão do período em que o detentor do título está exposto ao risco de variações nas taxas de juros que poderão desvalorizar seus fluxos de caixa futuros. Ao ignorar o valor dos cupons intermediários, que poderão ser reaplicados às taxas de juros vigentes, a maturidade torna-se tão inadequada para mensurar a sensibilidade do preço do título quanto maiores forem os valores dos cupons.

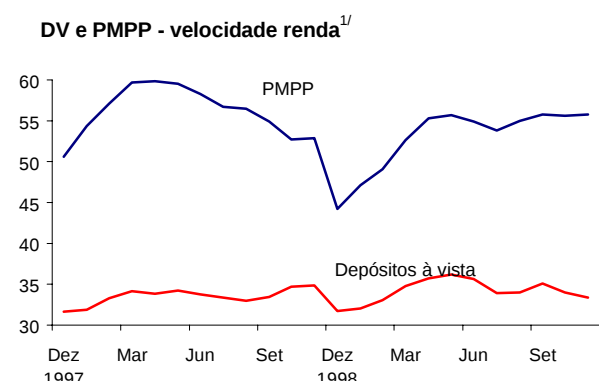
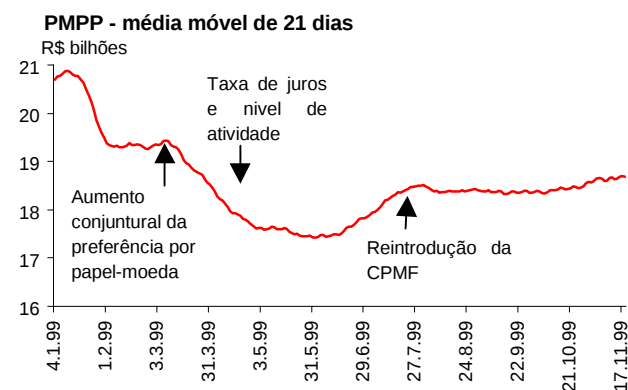
Para se estimar a sensibilidade, em termos percentuais, do preço do título a variações nas taxas de juros, o conceito mais comumente utilizado é o de duração modificada, obtido através da razão entre a duração de Macaulay e a taxa de remuneração do título. Entretanto, por ser uma medida linear, a duração modificada se aplica somente a modificações bastante reduzidas nas taxas de juros, apresentando desvios da elasticidade efetivamente observada para a prevista pela fórmula tanto mais significativos quanto maiores forem as variações nas taxas de juros. Em vista dessas imprecisões e para fins de análise macroeconômica, têm-se utilizado, no Banco Central, o conceito original de duração de Macaulay, em detrimento da duração modificada, como medida aproximada da sensibilidade, em unidades de tempo, da dívida federal emitida em oferta pública a alterações nas taxas de juros. Desta forma, quanto maior a duração da dívida, mais elevada será a sua prefixação, e portanto, maior deverá ser o impacto no portfólio financeiro dos agentes dada uma alteração na taxa de juros.

Na metodologia utilizada pelo Banco Central, a duração e o prazo médio dos títulos prefixados e cambiais correspondem ao conceito de duração de Macaulay. Para títulos indexados à taxa de juros, o conceito de Macaulay continua válido enquanto prazo médio para resgate, mas não representa a sensibilidade do preço àquela taxa, já que uma variação na taxa de juros impacta o preço dos papéis indexados somente dentro do período que resta para a atualização do indexador, a partir do qual o título incorpora um novo patamar. A duração de um papel como a NTN-H, por exemplo, corrigido mensalmente pela Taxa Referencial (TR), será de no máximo 1 (um) mês, enquanto para um título como a LFT, indexado à taxa Selic diária, a duração será de 1 (um) dia. Tanto a NTN-H como a LFT, por não terem cupons intermediários, terão prazo médio igual ao seu prazo para resgate.

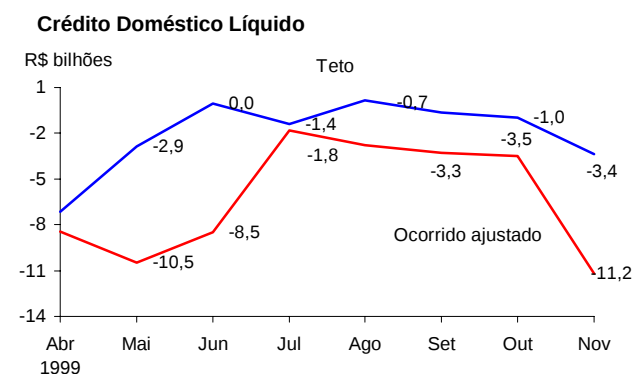
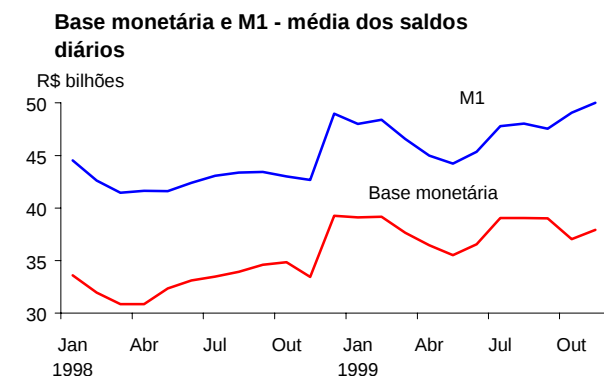
Aplicações práticas para o conceito de duração podem ser observadas tanto na administração de *portfolios* financeiros quanto na condução da política macroeconômica. Do ponto de vista de administração financeira, se a duração do ativo for igual à do passivo, o patrimônio estará imune a pequenas variações nas taxas de juros. Um exemplo de administração especulativa seria ajustar o patrimônio em função da expectativa de variação nas taxas de juros, de sorte a valorizar mais (ou desvalorizar menos) o ativo que o passivo. Se o administrador especulativo espera que a taxa de juros caia, um dos instrumentos de alavancagem financeira utilizados é o de manter a duração do ativo maior que a do passivo.

No caso particular da intermediação financeira, uma de suas funções é equilibrar os fluxos de caixa dos agentes, compatibilizando, dessa forma, a oferta e demanda de financiamento da economia. Em ambiente de elevada concentração de instrumentos de captação de recursos de curto prazo, à medida em que ampliam suas aplicações em crédito, as instituições financeiras tendem para um maior “descasamento” da duração dos seus ativos e passivos. Como forma de reduzir sua exposição a oscilações nas taxas de juros, essas instituições elevam sua demanda pelos chamados “instrumentos de tesouraria”, como títulos públicos de curto prazo.

Do ponto de vista macroeconômico, o aumento da prefixação da dívida pública, representada pela elevação de sua duração, reforça um dos mecanismos de transmissão da política monetária, denominado “canal riqueza”, ao mesmo tempo que reduz a volatilidade da dívida. Em outros termos, quanto maior a prefixação da dívida, maior o impacto de uma variação nas taxas de juros sobre a riqueza financeira dos agentes, ao passo que, pelo ponto de vista de finanças públicas, duração média maior implica em menor volatilidade do custo da dívida mobiliária, uma vez que a rolagem da dívida incorporará novos níveis de taxa de juros mais lentamente. Assim, será menor o impacto fiscal da política monetária.



1/ Definida como a razão entre o PIB acumulado em 12 meses e valorizado pelo IGP-DI e o saldo médio mensal do agregado monetário.



Críticos de desempenho: abril, junho e setembro de 1999

A base monetária, considerado o critério de média dos saldos diários, manteve-se estável em setembro. Em outubro, o agregado registrou redução de 5,2%, com o saldo médio de papel-moeda emitido apresentando expansão de 1,6% e o de reservas bancárias, contração de 13,1%, determinada pela redução de 75% para 65% da alíquota de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e sob aviso, vigente a partir do início do mês. Em novembro, a base monetária expandiu-se em 2,6%, refletindo o aumento da demanda por moeda.

As metas monetárias negociadas com o Fundo Monetário Internacional (FMI), expressas por meio de tetos para o Crédito Doméstico Líquido (CDL), que constitui-se na diferença entre a base monetária e as reservas internacionais líquidas, vêm sendo atingidas. Assim, o CDL situou-se abaixo do teto em R\$ 2,6 bilhões em setembro, mês em que a meta foi estabelecida como critério de desempenho no acordo com o FMI, em R\$ 2,5 bilhões em outubro e em R\$ 7,8 bilhões em novembro.

Os meios de pagamento, em seu conceito amplo (M4), registraram crescimento mensal de 2,1% em novembro e de 22% no período acumulado de doze meses. O desempenho do agregado, cuja expansão superou a taxa de crescimento vegetativo, estimada por meio da média ponderada da capitalização de seus componentes, sugere comportamento consistente com a recuperação gradativa das operações de crédito pelo sistema financeiro.

1.4 – Investimento

Formação bruta de capital

Produção de bens de capital

Discriminação	Variação % acumulada no ano			
	1999			
	Jul	Ago	Set	Out
Industrial	-15,4	-14,1	-12,8	-11,3
Seriados	-13,3	-12,0	-10,6	-9,0
Não-seriados	-22,5	-21,4	-20,3	-19,4
Agrícolas	-20,4	-20,6	-20,5	-19,2
Peças agrícolas	-5,8	-6,3	-6,6	-6,2
Construção	-46,0	-45,3	-44,2	-43,0
Energia elétrica	-11,3	-10,6	-9,8	-7,8
Transportes	-6,3	-6,0	-6,1	-5,2
Misto	-11,6	-11,0	-10,1	-10,1

Fonte: IBGE

Os indicadores que sinalizam a demanda por investimentos sugerem o seu declínio no terceiro trimestre do ano, comparativamente ao período imediatamente anterior. Nesse sentido, a produção de bens de capital decresceu 2,4% e a de insumos da construção, 0,25%, consideradas as séries isentas de sazonalidade. Adicionalmente, conforme estimativa do Ipea, a taxa de investimento atingiu 19,4% do PIB em setembro de 1999, considerando os últimos quatro trimestres, ante 20,1% em junho e 21,6% em setembro de 1998.

As importações e a produção interna de bens de capital acumuladas até outubro reduziram-se, na ordem, 14,9% e 11,6%, relativamente a período correspondente no ano anterior. Não obstante o crescimento de 3,1% da produção de bens de capital em outubro, após dois meses de expansão pouco expressiva, o patamar do trimestre agosto-outubro foi 0,9% inferior ao do trimestre anterior. Segundo a Anfavea, a produção de máquinas agrícolas diminuiu 15,1%, até novembro, enquanto nos segmentos de ônibus e caminhões as reduções atingiram 32% e 18,4%.

Os resultados relativos à construção civil, item cuja participação na composição dos investimentos representa aproximadamente 60%, evidenciaram leve redução do ritmo de queda do setor, que passou de 4,9%, no primeiro semestre, para 4,6% no acumulado até setembro, comparativamente a períodos correspondentes no ano anterior. A produção de insumos para o setor, que cresceu 2,6% no mês de outubro, dados com ajuste sazonal, apresentou redução de 4% no ano, relativamente à de igual período de 1998.

Compatível com o comportamento dos indicadores de investimento, o total dos desembolsos do Sistema BNDES (BNDES, Finame e BNDESPAR) diminuiu 20,9%, até outubro. O direcionamento setorial

dos recursos mostra que a queda está associada, principalmente, à redução de 46% no financiamento para comércio e serviços, na medida em que os concedidos à indústria de transformação e à agropecuária, cresceram 7,1% e 3,1%, respectivamente. A absorção de recursos pela indústria extrativa, cuja representatividade é de 1,4% do total desembolsado, expandiu-se 314,8%.

A metodologia para o cálculo da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), custo dos recursos do BNDES, foi alterada no último trimestre de 1999. Nos primeiros nove meses do ano, a taxa era estabelecida com base na média ponderada da rentabilidade média anual dos títulos da dívida externa, com prazo mínimo de 1 ano, e da dívida interna federal, com prazo mínimo de 6 meses, observado teto definido como a média dos últimos 12 meses multiplicada pelo fator 1,1. Essa sistemática situou a TJLP em 12,84% a.a., no primeiro trimestre de 1999 e em 13,48% a.a. e em 14,05% a.a. nos trimestres subsequentes. A partir do início de outubro, a taxa passou a ser calculada com base na expectativa de inflação interna e no risco do país, segundo a percepção do mercado internacional, resultando em taxa de 12,5% a.a. para o trimestre.

Indicadores de investimento

Discriminação	Variação % acumulada no ano			
	1999			
	Jul	Ago	Set	Out
Produção de bens de capital	-13,6	-13,1	-12,5	-11,6
Insumos da construção civil	-4,9	-4,6	-4,5	-4,0
Importação de bens de capital	-11,8	-10,0	-12,9	-14,9
Investimentos diretos (exceto privatizações)	41,8	19,0	23,3	6,7
BNDES	-21,7	-22,7	-24,6	-24,2

Fonte: IBGE, SRF, BCB e BNDES

O aporte de recursos sob a forma de investimentos estrangeiros diretos líquidos elevou-se 12,1% no ano, até novembro, comparativamente a igual período do ano anterior. Em termos de distribuição setorial, estimativas realizadas com base no câmbio contratado apontam concentração de recursos no setor serviços, 65,4%, com destaque para telecomunicações, 25%. A indústria recebeu 18,3% dos ingressos, dos quais cerca de 55% destinaram-se para os subsetores química e farmacêutica, veículos automotivos e de carga e material elétrico.

Estoque

Os indicadores do nível de estoques nos diversos setores da economia têm sinalizado sua redução, no terceiro trimestre. Essa trajetória, entretanto, não evidencia a existência de pressões sobre os preços no

curto prazo, uma vez que ainda permanecem relativamente elevados, exceto os relativos a produtos agrícolas, tais como feijão e milho, cujas safras de 1999 permitiram apenas atender ao consumo interno.

Em sentido inverso, os estoques de veículos nas concessionárias encontravam-se, em outubro, no maior patamar registrado no ano. Se considerada a média dos estoques até outubro desse ano, comparativamente à do ano anterior, verifica-se incremento de 27,1%.

A Sondagem Conjuntural da Fundação Getúlio Vargas demonstrou relativa estabilidade no nível de estoques da indústria de transformação entre julho e outubro. O percentual de empresas que considerava seus estoques como normais ou em excesso permaneceu estável, em 39% e 10%, respectivamente, enquanto a proporção daquelas que consideravam seus estoques insuficientes elevou-se de 2% para 4%.

O Índice de Confiança do Empresário Industrial, da Confederação Nacional da indústria, também evidencia estabilidade nos estoques do setor no terceiro trimestre.

1.5 - Resultado fiscal

O Governo Central apresentou resultado primário positivo de R\$ 1,3 bilhão em outubro, acumulando superávit de R\$ 22 bilhões nos primeiros dez meses do exercício, resultado devido ao superávit de R\$ 29,2 bilhões nas contas do Tesouro Nacional e aos déficits de R\$ 6,6 bilhões e de R\$ 600 milhões, respectivamente, nas contas da Previdência Social e do Banco Central.

Como proporção do PIB, o superávit do Governo Central elevou-se de 0,65%, no período janeiro-outubro/98, para 2,66%, em igual intervalo do corrente ano, evolução consistente com o empenho do Governo Federal no sentido de atender as metas de desempenho fiscal estabelecidas para o setor público consolidado.

As receitas acumuladas no exercício somaram R\$ 170,8 bilhões, revelando crescimento nominal de 14,4%, comparativamente às de igual período de 1998. O aumento de receita é explicado, basicamente, pela

elevação da alíquota da Cofins; pelo pagamento de débitos em atraso nas esferas do PIS/Pasep, Cofins e Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas; e pela incorporação dos depósitos judiciais à conta única, com efeito desde dezembro de 1998.

As despesas acumuladas no período somaram R\$ 148,2 bilhões, equivalentes a 17,9% do PIB, o que representa crescimento nominal de 3% em relação aos dispêndios efetuados em igual período de 1998, quando corresponderam a 19,1% do PIB. As despesas a cargo da administração federal (despesas com pessoal e encargos, e despesas de custeio e capital) decresceram 4,2%, atingindo 51% do total dos gastos. Adicionalmente, as transferências para estados e municípios e a cobertura de benefícios previdenciários apresentaram crescimento nominal de 16% e de 9,7%, respectivamente.

A arrecadação de tributos federais, a cargo da Secretaria da Receita Federal, alcançou R\$ 123,4 bilhões no período janeiro-outubro, apresentando crescimento nominal de 9,7% em relação a idêntico intervalo de 1998. Atualizadas a preços de outubro/99, pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna, as arrecadações dos dois períodos mantiveram-se no mesmo patamar, R\$ 130,4 bilhões.

Os tributos com maiores taxas de crescimento nominal foram a Cofins, 64,1%; o IOF, 41,9%; a contribuição para o PIS/Pasep, 33,4%; o imposto de importação, 18,1%; e o imposto de renda, 11,2%. O pagamento de débitos em atraso contribuiu de forma expressiva na arrecadação do PIS/Pasep e da Cofins, que também refletiu a elevação de sua alíquota e a extensão de sua cobrança às instituições financeiras. A arrecadação do IOF explicitou a majoração da sua alíquota, no período de janeiro a julho, e a incidência do tributo nas aplicações em fundos de investimento, compensando parcialmente a perda de receita decorrente do atraso na cobrança da CPMF.

Em sentido inverso, houve queda nas arrecadações do imposto sobre produtos industrializados, 2,3%; da contribuição social sobre o lucro, 3,1%; e da CPMF, 21,1%. Destaque-se que, no caso da CPMF, a comparação considera dez meses de arrecadação em 1998 e aproximadamente seis meses no corrente exercício.

Necessidade de financiamento do setor público

O ano de 1999 assinala importante mudança no desempenho fiscal, caracterizada por superávits primários recordes e taxas de juros reais significativamente inferiores às do ano precedente.

Com vistas à continuidade do processo de ajuste fiscal, com ênfase na criação de condições que viabilizem a adequação estrutural das contas públicas, encontram-se em tramitação no Congresso Nacional importantes projetos, tais como os referentes à Lei de Responsabilidade Fiscal e às Regulamentações das Reformas Administrativa, Tributária e Previdenciária.

O resultado primário mensal do setor público não financeiro foi superavitário nos dez primeiros meses do ano. No acumulado entre janeiro e outubro, o superávit atingiu R\$ 32 bilhões, ante R\$ 2,2 bilhões em mesmo período do ano anterior. Esse resultado supera em R\$ 6,8 bilhões o critério de desempenho fiscal acordado com o FMI para o período, situando-se em R\$ 1,8 bilhão acima do piso acordado para o ano.

Por esfera de governo, o Governo Central, que agrega Governo Federal, Banco Central e Previdência Social, foi superavitário em R\$ 23,6 bilhões, os governos estaduais, em R\$ 1,8 bilhão, os municipais, em R\$ 1,2 bilhão e as empresas estatais, em R\$ 5,3 bilhões.

O total de juros nominais, apropriado pelo critério de competência, atingiu R\$ 123,9 bilhões nos dez primeiros meses do ano, comparativamente a R\$ 58,6 bilhões no mesmo período do ano anterior. Essa expansão reflete, significativamente, a desvalorização cambial ocorrida em janeiro de 1999, haja vista que excluindo-se este efeito sobre a dívida mobiliária indexada, o total de juros apropriados até outubro atingiria R\$ 68,3 bilhões, frente a R\$ 55,2 bilhões em idêntico período de 1998.

A análise da distribuição do total dos juros nominais evidencia que dos R\$ 123,9 bilhões apropriados até outubro, R\$ 93,7 bilhões, o correspondente a 75,6%, referem-se ao Governo Central (Governo Federal e Banco Central do Brasil) e R\$ 25,3 bilhões, 20,4%, aos estados e municípios, sendo o restante de responsabilidade das empresas estatais.

Em consequência, até outubro, o resultado nominal foi deficitário em R\$ 84 bilhões, o equivalente a 11,5% do PIB.

Os juros reais totais, definidos como a diferença entre os juros nominais e a correção monetária, situaram-se em 9,1% do PIB até outubro, ante 7,7% do PIB em igual período de 1998. O aumento dos juros reais nesse ano pode ser atribuído à desvalorização cambial, uma vez que a taxa de juros Selic deflacionada pelo IGP-DI apresentou queda substancial, passando de 26,3% a.a. para 6,6% a.a. O efeito da desvalorização torna-se explícito ao desagregar-se os juros reais por esfera do setor público, pois o Governo Federal e as empresas estatais federais, que detêm maior exposição ao câmbio, registraram aumento, enquanto as demais esferas apresentaram queda da carga de juros reais.

Apesar da expansão nos juros reais, o resultado operacional do setor público vem evoluindo positivamente. Nesse sentido, considerando-se o período janeiro-outubro de 1999, o déficit operacional atingiu R\$ 40,1 bilhões (5,3% do PIB), comparativamente a R\$ 55,8 bilhões (7,4% do PIB) em igual período de 1998. As perspectivas para o fechamento do ano são de que o contexto de redução nas taxas de juros e de relativa estabilidade da taxa de câmbio contribuam para a manutenção da tendência favorável de redução das necessidades de financiamento do setor público.

Dívida Líquida

A dívida líquida do setor público atingiu R\$ 519,1 bilhões (48,8% do PIB), em outubro, comparativamente a R\$ 385,9 bilhões, 42,4% do PIB, no final de 1998. O Governo Federal e o Banco Central responderam por R\$ 321,6 bilhões da dívida (30,3% do PIB), enquanto estados e municípios, por R\$ 165,7 bilhões (15,6% do PIB) e as empresas estatais, por R\$ 31,7 bilhões (3% do PIB).

O incremento de 6,4% do PIB na dívida líquida total está relacionado, principalmente, à variação cambial, registrando, ainda assim, elevação inferior à ocorrida em 1998 (7,8%). No conceito de dívida fiscal líquida, que revela o efeito das necessidades de financiamento sobre o estoque

Projetos pendentes de aprovação no Congresso Nacional

Posição em 16.12.99

1 - Lei de Responsabilidade Fiscal

- instrumento legal: lei complementar (PLP nº 18/99), estabelece os princípios fundamentais da gestão fiscal responsável e as normas gerais que devem nortear a boa administração dos recursos públicos;
- estágio de votação no Congresso Nacional: aprovada na Comissão Especial da Câmara dos Deputados em 14.12.99. Deverá ser votada no plenário da Casa por ocasião da convocação extraordinária, no mês de janeiro do próximo ano.

2 - Regulamentação da Reforma Administrativa

- 2.1 - instrumento legal: lei ordinária (PL-4.811/98), disciplina o regime de emprego público do pessoal da administração federal direta, autárquica e fundacional;
 - estágio de votação no Congresso Nacional: aprovada na Câmara em 11.8.99, foi encaminhada ao Senado Federal;
- 2.2 - instrumento legal: lei complementar (PLP 248/98), regulamenta a perda de cargo público por insuficiência de desempenho do servidor público estável;
 - estágio de votação no Congresso Nacional: aprovada na Câmara dos Deputados em 17.8.99, foi encaminhada para votação no Senado;
- 2.3 - instrumento legal: emenda constitucional (PEC 137/99), estabelece limite para remuneração nos três níveis de governo;
 - estágio de votação no Congresso Nacional: aprovada na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara em 3.11.99. Em 18.11.99, foi instalada Comissão Especial para apreciar o mérito da matéria.

3 - Reforma Tributária

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 175/95);
- estágio de votação no Congresso Nacional: o parecer do relator foi aprovado na Comissão Especial da Câmara dos Deputados, em 23.11.99, ressalvados os destaques.

4 - Regulamentação da Reforma Previdenciária

- 4.1 - Relação entre a União, Estados e Municípios, e suas entidades fechadas de previdência complementar;

- instrumento legal: lei complementar (PLP 8/99);
- estágio de votação no Congresso Nacional: aguardando parecer do relator na Comissão de Constituição e Justiça;

4.2 - Regime de previdência privada, de caráter complementar;

- instrumento legal: lei complementar (PLP 10/99);
- estágio de votação no Congresso Nacional: aguardando parecer do relator na Comissão de Constituição e Justiça;

4.3 - Normas gerais para instituição de regime de previdência complementar pela União, pelos Estados, pelo DF e pelos Municípios;

- instrumento legal: lei complementar (PLP 9/99);
- estágio de votação no Congresso Nacional: aguardando parecer do relator na Comissão de Constituição e Justiça;

4.4 - Contribuição previdenciária de inativos e militares;

- instrumento legal: emenda constitucional (PEC 136/99);
- estágio de votação no Congresso Nacional: aprovada a admissibilidade na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados, em 10.11.99. Em 18.11.99 foi instalada Comissão Especial para apreciar o mérito da matéria.

da dívida, pois exclui o efeito dos ajustes patrimoniais, inclusive o ajuste metodológico da dívida externa e o ajuste da privatização, registrou-se incremento de 2,7% do PIB até outubro, inferior à elevação de 7,2% do PIB do ano anterior.

Desconsiderando-se o impacto da desvalorização cambial sobre a dívida mobiliária indexada à taxa de câmbio, a dívida fiscal líquida apresentou redução de 1,9% do PIB nos dez primeiros meses do ano, resultado que sugere a eficácia do ajuste fiscal realizado ao longo do ano.

1.6 - Saldo de bens e serviços não-fatores

A demanda por bens e serviços não-fatores manteve, no segundo semestre, até novembro, a trajetória delineada no primeiro semestre do ano, contribuindo para a redução do déficit, que atingiu US\$ 5,8 bilhões entre janeiro e novembro, comparativamente ao déficit de US\$ 13,4 bilhões observado no período correspondente de 1998.

Balanço comercial

Bens e serviços não-relativos a fatores

Discriminação	US\$ bilhões						
	1998	1999					
		I Tri	II Tri	III tri	Out	Nov	Jan-Nov
Bens e serviços não-fatores	-14,6	-1,7	-1,0	-1,5	-0,6	-1,0	-5,8
Balanço comercial	-6,6	-0,8	0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-1,5
Serviços não-fatores	-8,0	-0,9	-1,2	-1,3	-0,4	-0,4	-4,3

Balanço comercial - FOB

Período		US\$ milhões			
		Exportação	Importação	Saldo	Corrente de Comércio
Nov	1999	4 002	4 531	- 529	8 533
	1998	3 702	4 727	-1 025	8 429
Var. %		8,1	-4,1		1,2
Jan-Nov	1999	43 333	44 789	-1 456	88 122
	1998	47 176	53 276	-6 100	100 452
Var. %		-8,1	-15,9		-12,3

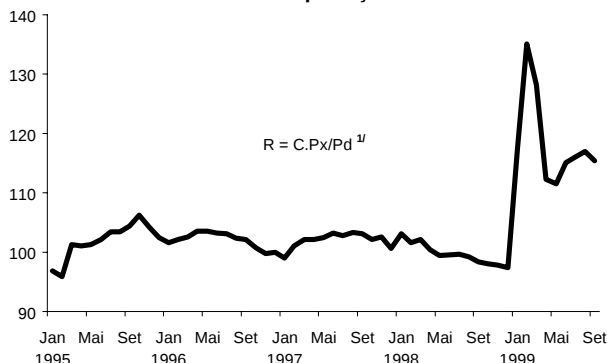
Fonte: MDIC/Secex

Após atingir US\$ 4,4 bilhões em maio, as receitas de exportações oscilaram entre US\$ 4,1 bilhões e US\$ 4,3 bilhões nos meses de junho a novembro. Esse comportamento ainda é reflexo da lenta recuperação dos preços de alguns dos principais produtos da pauta e da retração econômica de importantes parceiros comerciais. A queda acumulada em relação ao ano anterior, contudo, vem diminuindo, atingindo 8,1% em novembro, o que revela melhora gradual das receitas.

As importações atingiram US\$ 4,5 bilhões, valor semelhante aos ocorridos nos meses de junho, agosto e outubro. Essa relativa estabilidade está associada à evolução favorável do nível da atividade no decorrer do ano, quando apresentou queda inferior à esperada em face da desvalorização cambial de janeiro.

Nesse contexto, o saldo comercial foi negativo em US\$ 154 milhões em outubro e em US\$ 529 milhões em novembro, acumulando déficit de US\$ 1,5 bilhão no ano. O resultado de novembro pode ser atribuído a movimentos sazonais de redução das exportações e de crescimento das importações, influenciado também pela aquisição de aeronaves.

Índice de rentabilidade das exportações



1/ R = índice de rentabilidade
 C = cotação média do dólar
 Px = índice de preço das exportações
 Pd = índice de custo associado ao total das exportações

Embora a corrente de comércio entre janeiro e novembro tenha-se situado em patamar 12,3% inferior ao de igual período de 1998, o saldo comercial acumulado em 12 meses passou de déficit de US\$ 6,6 bilhões, em janeiro de 1999, para déficit de US\$ 2 bilhões em novembro. Essa trajetória confirma os efeitos positivos de mudanças estruturais e conjunturais sobre as exportações e importações e sustenta a hipótese de superávit comercial expressivo para o ano 2000.

O ganho de competitividade das exportações associado à desvalorização do real, ocorrida no

início do ano, começa a ser evidenciado com a acomodação da taxa de câmbio. Após elevação inicial, a rentabilidade das exportações recuou com o movimento de apreciação cambial, situando-se em patamar 16% superior ao vigente antes da desvalorização, segundo a Funcex. A estabilização do ganho efetivo de competitividade reduz a incerteza dos exportadores, devendo refletir-se no desempenho das vendas externas.

Essa tendência poderá ser fortalecida pela retomada do crescimento dos países asiáticos, o que deverá, a partir dos próximos meses, contribuir para a intensificação das exportações para a região. No período janeiro-outubro, o déficit comercial com a Ásia atingiu US\$ 470 milhões, frente a saldo negativo de US\$ 1,9 bilhão em igual período de 1998, resultado de incremento de 0,4% nas exportações e de contração de 20,5% nas importações.

Outro aspecto favorável é a continuada expansão da economia dos Estados Unidos, que refletiu-se em aumento de 8,3% das exportações brasileiras, no acumulado até outubro. Destaque-se que esse fluxo de

comércio envolveu produtos manufaturados como aviões, calçados e autopeças. Dado que as importações reduziram-se em 14,8%, o déficit bilateral atingiu US\$ 708 milhões, comparativamente a US\$ 3,1 bilhões em igual período de 1998. Em novembro, as exportações mantiveram a tendência de crescimento, expandindo-se 14,2% em relação ao período correspondente de 1998.

Os países-membros da União Européia também têm mostrado perspectivas favoráveis de crescimento econômico, o que deverá impactar positivamente as exportações brasileiras. Não obstante, a redução do déficit comercial com o bloco, de US\$ 1,2 bilhão para US\$ 1,1 bilhão, entre janeiro-outubro de 1998 e de 1999, está associada à maior contração das importações em relação às exportações. Em novembro, as exportações

Exportações e importações por blocos econômicos - FOB

Janeiro-Outubro *

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportações		Importações			Saldo		
	1998	1999	Var.	1998	1999	Var.	1998	1999
			%			%		
Total	43 474	39 331	-9,5	48 549	40 258	-17,1	-5 075	- 927
Aladi	11 427	8 393	-26,6	10 606	7 587	-28,5	821	806
Mercosul	7 580	5 470	-27,8	8 070	5 557	-31,1	- 490	- 87
Argentina	5 807	4 317	-25,7	6 889	4 819	-30,0	-1 082	- 502
Demais	1 773	1 153	-35,0	1 181	738	-37,5	592	415
Demais	3 847	2 923	-24,0	2 536	2 030	-20,0	1 311	893
EUA ^{1/}	8 266	8 951	8,3	11 341	9 659	-14,8	-3 075	- 708
União Européia	12 563	11 393	-9,3	13 782	12 475	-9,5	-1 219	-1 082
Europa Oriental ^{2/}	1 073	877	-18,3	684	509	-25,6	389	368
Ásia	4 817	4 834	0,4	6 674	5 304	-20,5	-1 857	- 470
Japão	1 899	1 838	-3,2	2 769	2 120	-23,4	- 870	- 282
Coreia, Rep.da	402	521	29,6	853	851	-0,2	- 451	- 330
China	824	558	-32,3	846	698	-17,5	- 22	- 140
Outros	1 692	1 917	13,3	2 206	1 635	-25,9	- 514	282
Demais	5 328	4 883	-8,4	5 462	4 724	-13,5	- 134	159

Fonte: MDIC/Secex.

1/ Inclui Porto Rico.

2/ Albânia, Bulgária, Hungria, Polônia, República Eslovaca, República Tcheca, Romênia e países da ex-União Soviética.

* Preliminar

para o bloco cresceram 3,9%, comparativamente às do mesmo mês do ano anterior.

Em sentido inverso, as perspectivas de expansão das exportações brasileiras para os países da Aladi tendem a ser negativamente influenciadas pela baixa expectativa de crescimento significativo dessas economias. A queda nas exportações para o bloco atingiu 26,6% até outubro, enquanto as importações reduziram-se em 28,5%, contraindo o superávit de US\$ 821 milhões, obtido em 1998, para US\$ 806 milhões em 1999. No fluxo de comércio com os países participantes do Mercosul registrou-se diminuição de 31,1% nas importações e de 27,8%, nas exportações, principalmente de produtos da indústria de transporte, o que provocou decréscimo do déficit de US\$ 490 milhões, em 1998, para US\$ 87 milhões em 1999. Em novembro, as exportações para a região mantiveram a tendência de baixa, registrando queda de 8,5% em relação às do período correspondente de 1998. No caso da Argentina, a redução atingiu 2%.

Exportações por fator agregado - FOB

Discriminação	US\$ milhões					
	Novembro *			Janeiro-Novembro *		
	1998	1999	Var. %	1998	1999	Var. %
Básicos	792	882	11,4	12 129	10 868	-10,4
Industrializados	2 861	3 028	5,8	34 429	31 681	-8,0
Semimanufaturados	593	663	11,8	7 448	7 113	-4,5
Manufaturados	2 268	2 365	4,3	26 981	24 568	-8,9
Oper. especiais	49	92	87,8	618	784	26,9
Total	3 702	4 002	8,1	47 176	43 333	-8,1

Fonte: MDIC/Secex

* Preliminar

A análise das exportações por fator agregado revela recuperação da receita em todas as classes, na comparação entre outubro de 1999 e igual mês de 1998, refletindo o crescimento do *quantum*, uma vez que os preços, embora apresentem alguma recuperação, nos últimos meses, permaneceram abaixo dos praticados em outubro do ano passado. A tendência de elevação de receitas, em relação ao mesmo mês do ano anterior, repetiu-se em novembro.

As exportações de produtos básicos contraíram 10,4%, entre janeiro e novembro, atingindo US\$ 10,9 bilhões. Entre os produtos com maior retração absoluta encontram-se as principais mercadorias da pauta de exportações, como soja em grão (-US\$ 594 milhões), minério de ferro (-US\$ 492 milhões), farelo de soja (-US\$ 306 milhões) e fumo em folhas (-US\$ 72 milhões). Por outro lado, apresentaram crescimento significativo as exportações de carne de frango, 16,8%, e bovina, 58,1%.

Os produtos semimanufaturados apresentaram queda mais acentuada nos preços, 17,6%, e crescimento de 14,3% no volume exportado,

implicando redução de 5,9% na receita, que se situou em US\$ 6,5 bilhões em 1999. Considerando-se as exportações de novembro, as receitas acumuladas no ano alcançaram US\$ 7,1 bilhões. Destaque-se, no acumulado entre janeiro e novembro, a contração de 18,8% nas vendas de semimanufaturados de ferro e aço, e o desempenho favorável das exportações de celulose, com crescimento de 18,1% sobre as de igual período de 1998.

Os produtos manufaturados, responsáveis por 56,7% das exportações no período janeiro-novembro, apresentaram receitas 8,9% inferiores às de 1998. Destaque-se a exportação de US\$ 1,7 bilhão em aeronaves, cujo crescimento de 57,8% em relação a 1998, colocou o produto em terceiro lugar da pauta, superando as exportações de soja em grão.

Avaliando-se as importações por categorias de produtos, verificou-se queda em todos os grupos, na comparação entre novembro de 1999 e igual mês do ano anterior. As importações de bens de consumo duráveis e não duráveis apresentaram a maior queda relativa, 31,9%, com ênfase nas relativas a bens duráveis, que retraíram-se 40,3%, o que pode indicar os efeitos do processo de substituição de importações ocasionado pela mudança de preços relativos após a desvalorização cambial. O item automóvel foi o principal responsável pelo desempenho dessa categoria, com queda de 34,8% nas importações, que se situaram em US\$ 997 milhões.

Importações por categoria de produtos - FOB

Discriminação	US\$ milhões					
	Novembro *			Janeiro-Novembro *		
	1998	1999	Var. %	1998	1999	Var. %
Bens de consumo	883	664	-24,8	9 824	6 692	-31,9
Duráveis	424	273	-35,6	4 836	2 888	-40,3
Não-Duráveis	459	391	-14,8	4 988	3 804	-23,7
Matérias-Primas	2 087	2 262	8,4	24 922	21 963	-11,9
Combustíveis	256	425	66,0	3 906	3 789	-3,0
Bens de capital	1 501	1 180	-21,4	14 624	12 345	-15,6
Total	4 727	4 531	-4,1	53 276	44 789	-15,9

Fonte: MDIC/Secex

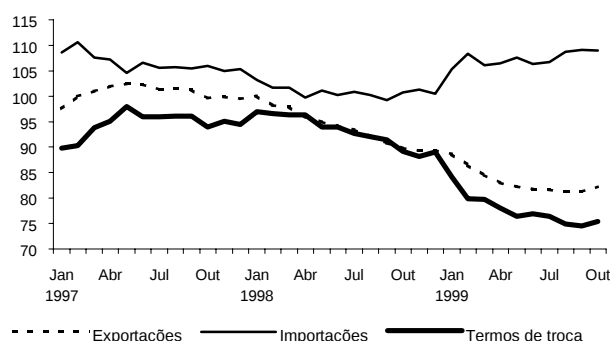
* Preliminar

As importações de matérias-primas recuaram 11,9% até novembro, atingindo US\$ 22 bilhões, 49% da pauta, comparativamente a 47% em 1998. O crescimento dos preços alcançou, até outubro, 4,7% em relação ao ano anterior, tendência que deverá ser estimulada pela recuperação do crescimento das economias asiáticas. Entre os produtos que apresentaram redução nas compras ao exterior encontram-se os ligados às mercadorias, como é o caso dos produtos agropecuários não alimentícios, que apresentaram redução de 24% e dos produtos alimentícios primários, com queda de 22%, até outubro.

As compras de bens de capital reduziram-se 15,6%, situando-se em US\$ 12,3 bilhões no acumulado até novembro. Esse movimento reflete

trajetória de queda no *quantum* importado, paralelamente à elevação de preços que, considerando-se estatísticas disponíveis até outubro, apresentaram variações de -27,3% e de 13,2%, respectivamente. A substituição de importações desses bens deve iniciar-se pelos produtos de menor complexidade tecnológica, com efeitos mais significativos sobre as importações do próximo ano, contrapondo-se à expansão que tende a acompanhar o crescimento da economia brasileira esperado para o ano 2000.

Evolução dos índices de preços e dos termos de troca



O índice de termos de troca dessazonalizado reverteu, em outubro, a queda iniciada em janeiro de 1998, refletindo a desaceleração na trajetória descendente dos preços de exportação, ocorrida desde março, e seu crescimento em outubro, em contexto de relativa estabilidade dos preços de importação.

Em linhas gerais, o balanço comercial, embora não tenha explicitado a nova relação de preços percebida pelos agentes econômicos, tem apresentado sinais de recuperação da receita, decorrentes, em parte, da elevação dos preços de alguns dos principais produtos da pauta de exportação e da intensificação da demanda de países asiáticos, da União Européia e dos Estados Unidos.

Serviços

Os fluxos líquidos de serviços não relacionados a fatores de produção, entre janeiro e novembro, mantiveram-se em patamar inferior aos do ano passado. Nesse sentido, as viagens internacionais acumularam dispêndios líquidos equivalentes à terça parte dos registrados em igual período de 1998, resultado influenciado significativamente pela elevação dos custos de viagens para os residentes, enquanto os gastos com transportes e com serviços diversos retraíram-se em US\$ 473 milhões e em US\$ 195 milhões, respectivamente.

Os pagamentos líquidos de serviços relativos a fatores de produção, até novembro, contraíram 4%. Esse movimento é explicado pela

queda de US\$ 3,3 bilhões nas remessas líquidas de lucros e dividendos que, no bimestre setembro-outubro, registraram receitas líquidas.

Serviços

Discriminação	US\$ bilhões						
	1998	1999					
		I Tri	II Tri	III Tri	Out	Nov	Jan-Nov
Total	-28,8	-5,0	-7,7	-4,9	-2,4	-1,8	-21,8
Juros	-11,9	-2,9	-4,8	-2,5	-2,3	-1,1	-13,6
Lucros e div.	-7,2	-1,2	-1,1	-0,9	0,3	-0,2	-3,0
Transportes	-3,3	-0,6	-0,7	-0,7	-0,2	-0,3	-2,5
Viagens intern.	-4,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-1,3
Serviços diversos	-1,8	-0,1	-0,5	-0,2	0,0	-0,1	-0,9
Demais	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,5

Os serviços diversos relativos a fatores de produção continuaram registrando despesas líquidas inferiores àquelas do ano passado. A diminuição até novembro atingiu 37,8%, destacando-se as reduções de 67,2% relativas a despesas líquidas com patentes e de 23,6% devidas a fornecimento de tecnologia.

Os pagamentos líquidos de juros acumulados no ano, até novembro, apresentaram aumento de 31,1%, em relação ao observado em igual período do ano anterior. Esta variação reflete

diminuição das receitas, em US\$ 1,7 bilhão e aumento das despesas, em US\$ 1,5 bilhão.

1.7 – Conclusão

Os indicadores de consumo e investimento não evidenciam recuperação consistente da demanda, quando considerados os dados até o final do terceiro trimestre ou, em alguns casos, até outubro, deixando de sancionar as expectativas vigentes ao final do primeiro semestre, de crescimento mais acentuado para o período.

Cabe mencionar que, embora a maior parte dos indicadores tenha se situado em patamar inferior ao de igual período de 1998, no quarto trimestre esse cenário poderá ser alterado, tendo em vista as expectativas favoráveis para a economia nos últimos meses do ano, como sugerem pesquisas direcionadas a consumidores e empresas. Considere-se ainda o fato de que a base de comparação torna-se deprimida, a partir de outubro, devido aos efeitos da crise russa.

A política monetária, em consonância com as demais políticas governamentais, tem sido conduzida de modo a viabilizar a retomada do crescimento econômico em contexto de manutenção da estabilidade de preços. Dessa maneira, vem sendo orientada no sentido de determinar

trajetória de taxa básica de juros que corresponda aos níveis necessários para evitar pressões inflacionárias.

A redução nas taxas ativas, paralelamente ao processo de redução do déficit operacional do setor público, deverá determinar padrão de crescimento baseado no dispêndio privado. Tal estratégia decorre não apenas do esgotamento do modelo de desenvolvimento dependente do dispêndio público, mas principalmente da política de favorecer maior eficiência alocativa e de levar o setor privado a assumir os riscos que lhes são inerentes, minimizando a socialização de perdas decorrentes da atividade econômica.

De fato, os resultados fiscais vêm surpreendendo favoravelmente. Nesse sentido, o resultado primário relativo ao setor público consolidado, acumulado até outubro, atingiu R\$ 32 bilhões, superando a meta acordada com o Fundo Monetário Internacional para o ano de 1999, o que evidencia a austeridade na condução das contas públicas. Nesse cenário, a relação dívida/PIB tenderá a estabilizar-se, revelando, ainda, o esgotamento dos efeitos da desvalorização cambial.

2 - Oferta agregada

2.1 – Agropecuária

Lavouras

Produção das lavouras

Discriminação	1998	1999 ^{1/}	1000 t
			Variação % 99/98
Produção de grãos	75 178	82 429	9,65
Algodão (caroço)	824	994	20,63
Arroz (em casca)	7 744	11 781	52,13
Feijão	2 200	2 890	31,36
Milho	29 494	32 169	9,07
Soja	31 374	30 905	-1,49
Trigo	2 232	2 379	6,59
Outros	1 310	1 311	0,08
Outras culturas			
Banana ^{2/}	532	550	3,38
Batata-inglesa	2 675	2 815	5,23
Cacau (amêndoas)	280	207	-26,07
Café (em coco)	3 450	3 224	-6,55
Cana-de-açúcar	338 972	332 193	-2,00
Fumo (em folhas)	510	622	21,96
Laranja ^{3/}	103 659	114 210	10,18
Mandioca	19 661	20 777	5,68
Tomate	2 755	3 207	16,41
Variação do produto real da lavoura	0,5	...	...

Fonte: IBGE

1/ Refere-se ao LSPA de outubro.

2/ Milhões de cachos.

3/ Milhões de frutos.

Segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), realizado pelo IBGE, em outubro, a produção total de cereais, leguminosas e oleaginosas alcançou 82,4 milhões de toneladas, superando em 9,6% a safra de 1998. Nas regiões Sudeste, Sul e Centro-Oeste, que respondem por 90% do total da produção, observou-se crescimento de 6,93%, enquanto nas Regiões Norte e Nordeste a expansão atingiu 44,9%. Apenas para as culturas de inverno da Região Sul (trigo, aveia, centeio e cevada), em fase final de colheita à época do LSPA, não existem ainda estatísticas definitivas para a safra atual. Observe-se que, mesmo com o aumento significativo da produção de grãos, o nível da oferta de produtos agrícolas não foi suficiente para evitar pressões sobre os preços, resultantes, em parte, dos baixos estoques e do aumento das vendas externas.

A primeira pesquisa sobre as intenções de plantio para a próxima safra de grãos, considerando nove produtos na Região Centro-Sul e em Rondônia, indicou redução de 0,42% na área plantada ou a plantar, comparativamente à utilizada na safra anterior. Os maiores decréscimos deverão ocorrer nas culturas de arroz, 4%, feijão primeira safra, 5,7%, e milho primeira safra, 1,4%, os dois primeiros com grande importância na formação do preço

da cesta básica e o terceiro, da ração animal. Para a soja, a área estimada para o plantio supera em 1,2% a cultivada em 1998 e para o algodão herbáceo, em 0,6%.

Pecuária

A produção pecuária tem evoluído positivamente durante 1999, acumulando crescimento de 5,8% até o terceiro trimestre, segundo o IBGE. Esse comportamento reflete o acréscimo das exportações no período, estimuladas, principalmente, pela desvalorização cambial. Nesse sentido, as vendas externas de carne bovina e de aves cresceram, respectivamente, 73% e 24,5% até outubro, comparativamente às de igual período de 1998, enquanto as de carne suína declinaram 4,8%. Embora a evolução das exportações tenha intensificado os efeitos da entressafra sobre os preços internos, a regularização da oferta e a manutenção do ritmo de crescimento do setor contribuirão para a redução dos preços da carne nos próximos meses.

2.2 – Indústria

Produção industrial

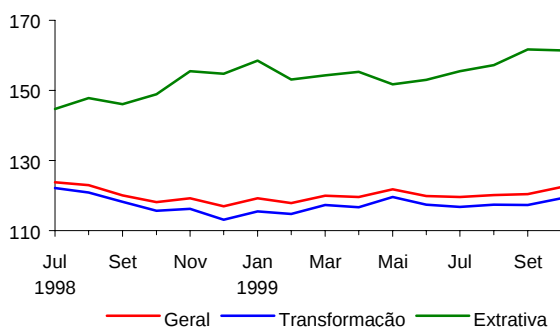
A produção industrial tem revelado recuperação ao longo do segundo semestre. A média dos índices do período julho a outubro superou em 0,8% a do primeiro semestre, considerada a série com ajuste sazonal. Por categoria de uso, constata-se que essa trajetória foi respaldada, principalmente, pelos crescimentos de 7,5% na produção de bens de consumo duráveis e de 1,9% na produção de bens intermediários. A produção de bens de capital declinou 2,8%, respondendo à queda em máquinas agrícolas e em bens de capital para construção, e a de bens não duráveis de consumo, 1,8%.

Analisando o comportamento da produção industrial no curto prazo, o crescimento de 1,6% em outubro, série com ajuste sazonal, decorreu do aumento de 1,7% na indústria de transformação e da queda de 0,2% na extrativa mineral. Por categoria de uso, a recuperação foi generalizada, mais intensa em bens de consumo duráveis e em bens de capital, segmentos

onde ocorreram taxas positivas de 4,2% e 3,1%, respectivamente. A produção de bens intermediários e a de bens de consumo não-duráveis e semiduráveis cresceram, na ordem, 2,1% e 0,4%. Em dezesseis dos vinte gêneros pesquisados verificou-se aumento da produção, destacando-se material de transporte e perfumarias, ambos com crescimento de 6,9%, borracha, 6,1%, mecânica, 4,5% e papel e papelão, 4,4%.

Produção industrial

Dados dessazonalizados
1992=100



Fonte: IBGE

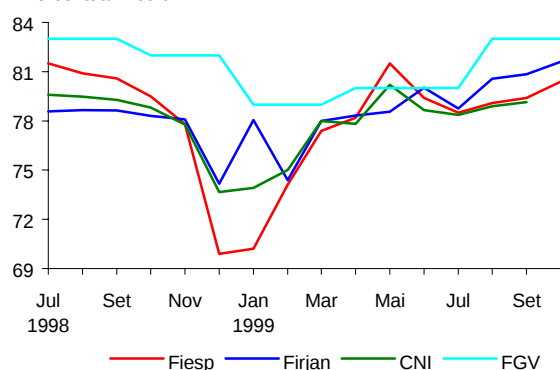
O desempenho da produção industrial até outubro, comparativamente a igual período de 1998, revelou queda de 2,1% para a indústria geral, com declínio em doze dos gêneros pesquisados, especialmente em material elétrico e de comunicações, 12,6%, mecânica, 10,2%, produtos de matéria plástica, 7% e metalúrgica, 5,1%. Entre os sete gêneros que apresentaram resultados positivos destacaram-se as indústrias extrativa mineral, 10,1%, perfumarias, sabões e velas, 6%, madeira, 5,9% e papel e papelão, 4,3%. A análise por categorias de

uso indicou crescimento de 0,5% no segmento de bens intermediários e decréscimos de 12,5% em bens de consumo duráveis, de 11,6% em bens de capital e de 2% em bens de consumo não-duráveis e semiduráveis.

Utilização da capacidade instalada

Utilização da capacidade instalada

Percentual médio



O nível de utilização da capacidade instalada na indústria de transformação elevou-se de 80%, em julho, para 83%, em outubro, conforme pesquisa da Fundação Getúlio Vargas (FGV). Em outubro de 1998, o nível atingira 82%. Dos vinte e um gêneros pesquisados, treze apresentaram aumento na utilização de suas instalações, dois, estabilidade e cinco, queda. Observe-se que para os segmentos celulose, papel e papelão e borracha o índice superou 90%. Por setores, o crescimento ocorreu de forma generalizada, mais acentuado em bens de capital, de 75% para 80%, e em bens de consumo, de 75% para 78%.

De acordo com a Confederação Nacional da Indústria (CNI) a utilização média da capacidade instalada no país atingiu 79,2% em setembro,

comparativamente a 78,7% em junho. Na indústria de transformação do estado de São Paulo, pesquisa da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) indicou aumento do indicador de 79,4%, ao final do segundo trimestre, para 80,4%, em outubro.

Produção de autoveículos

O encerramento do Acordo Emergencial do Setor Automotivo, em 30 de setembro, influenciou de forma significativa a produção de autoveículos, principalmente nos meses de agosto e de setembro, quando superou 133 mil unidades, o maior nível observado em 1999. O segmento mais beneficiado pelo acordo, automóveis e veículos comerciais leves, apresentou crescimento de 11% em agosto, relativamente a julho, atingindo produção de 127 mil unidades, patamar mantido em setembro. A queda na produção total acumulada no ano reduziu-se de 22,7%, até setembro, para 17,3%, até novembro, comportamento favorecido pela reduzida base de comparação apresentada pelo último trimestre de 1998. Considerando-se a série dessazonalizada, em outubro e novembro a produção expandiu-se 0,16% e 2,3%, respectivamente.

2.3 - Mercado de trabalho

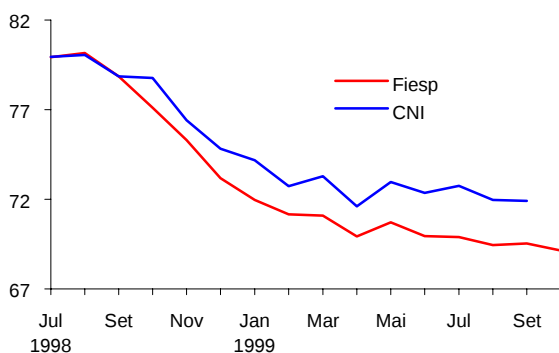
Emprego

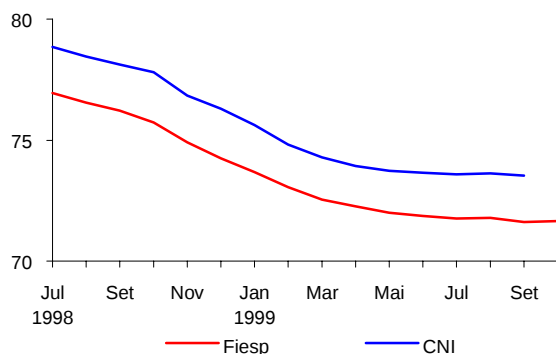
O mercado de trabalho continuou apresentando estabilidade, com a taxa de desemprego aberto e o emprego formal não apresentando alterações

relevantes. No setor industrial, as demissões continuam superando a criação de postos de trabalho e os ganhos de produtividade têm sido positivos, indicados por maior queda nas horas trabalhadas em relação à diminuição nas vendas industriais.

Na indústria de transformação, os postos de trabalho continuaram-se retraindo, como indica pesquisa mensal da Fiesp, segundo a qual a média dos índices de emprego entre julho e outubro atingiu patamar 1,19%

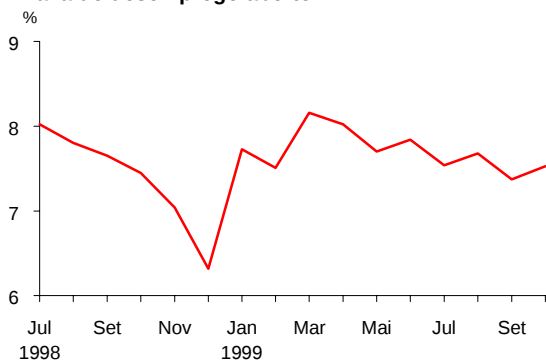
Horas trabalhadas na produção
Dados dessazonalizados
1992=100



Emprego industrialDados dessazonalizados
1992=100

inferior à do segundo trimestre, dados dessazonalizados. No âmbito da pesquisa da CNI, a relação evidenciou queda de 0,25% entre o terceiro e o segundo trimestres. A comparação entre as médias dos períodos janeiro-outubro de 1999 e de 1998 revelou declínio de 6,63% no indicador da Fiesp, semelhante ao extraído da comparação das médias dos índices da CNI, entre os períodos de janeiro-setembro de 1999 e de 1998, 6,73%. Nos mesmos períodos de referência, também ocorreu diminuição no número de horas trabalhadas e nas vendas industriais: 13,26% e 2,16% no âmbito da Fiesp e 10,42% e 1,48% no da CNI, respectivamente.

A taxa de desemprego aberto, calculada pelo IBGE, considerando seis regiões metropolitanas, atingiu 7,53% em outubro, quando em setembro alcançara 7,37%. A média das taxas deste ano situou-se em 7,71%, ante 7,78% em igual período de 1998. Em termos de distribuição regional, em outubro, registrou-se redução do desemprego apenas em Recife e em Salvador, enquanto por setor de atividade, o aumento do índice foi generalizado.

Taxa de desemprego aberto

Fonte: IBGE

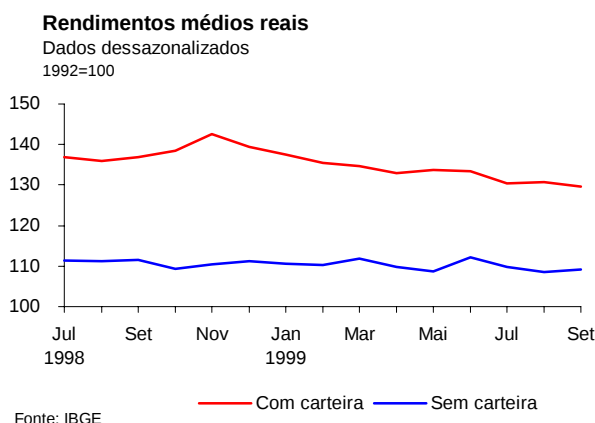
A elevação da taxa de desemprego aberto, em outubro, refletiu o crescimento de 0,59% da População Economicamente Ativa (PEA), superior ao da população ocupada (0,41%). Assim, embora a criação de empregos nos últimos três meses totalizasse 246 mil postos de trabalho, não foi suficiente para absorver o crescimento da PEA. Destaque-se que o total de ocupados em outubro deste ano, 16,6 milhões, representa expansão de 0,43% relativamente ao de igual mês de 1998.

A ocupação em outubro, comparativamente ao mês anterior, elevou-se em todos os setores, exceto serviços, onde permaneceu estável. O aumento foi mais significativo no setor comércio, 1,63%, seguindo-se construção civil, 1,29% e indústria de transformação, 0,12%. Do total de ocupados, 54,4% estavam alocados no setor de serviços, 16,3% na indústria e 15% no comércio. Por categoria ocupacional, registrou-se expansão de 2,5% no

número de trabalhadores sem carteira assinada e quedas de 0,6% no segmento por conta própria e de 0,15% no de trabalhadores com carteira. Esse comportamento evidencia, nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela pesquisa, a continuidade do processo de informalização do mercado de trabalho, não obstante o maior contingente permaneça sendo o de trabalhadores com carteira assinada, 44,4%, seguindo-se os sem carteira, 26,8% e os por conta própria, 23,5%.

O emprego formal tem mostrado relativa estabilidade ao longo do ano, de acordo com o Ministério do Trabalho, registrando-se crescimento de 0,29% até outubro, o que significou a criação de 63,2 mil empregos. Esse total resultou da geração de 85,2 mil empregos na indústria de transformação, 58 mil no setor serviços e 7,1 mil nos demais setores e de reduções de 67,9 mil postos na construção civil, de 14,3 mil nos serviços industriais de utilidade pública e de 5 mil no comércio. A série ajustada sazonalmente mostrou crescimento de 0,02% em outubro, com a geração de 17,4 mil empregos.

Salários e rendimentos



No terceiro trimestre, o comportamento dos rendimentos e dos salários sugere a continuidade da queda do poder de compra, segundo estatísticas do IBGE. No setor industrial, a evolução dos indicadores de remuneração, produtividade e Custo Unitário do Trabalho ratifica a ausência de pressão do fator mão-de-obra sobre os preços.

Pesquisa domiciliar, realizada pelo IBGE em seis regiões metropolitanas, indica que os rendimentos médios nominais e reais decresceram, respectivamente, 0,52% e 4,62% até setembro, comparativamente aos de igual período de 1998. Por categoria profissional, os empregados sem carteira e os com carteira assinada obtiveram ganhos nominais no período de 3,8% e de 0,48%, na ordem, enquanto as maiores perdas permaneceram sendo as dos empregadores, 8,07%, seguidas pelas dos trabalhadores por conta própria, 3,32%. Por setores de atividade, predominaram as variações negativas, com os rendimentos no comércio diminuindo 3,42%, na construção civil, 2,65% e

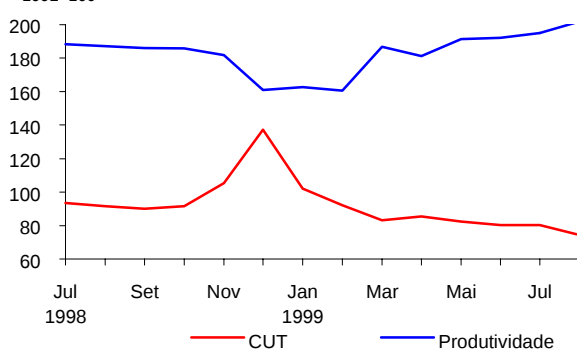
na indústria de transformação, 2,48%, enquanto no setor serviços permaneceram estáveis. Considerando-se todos os setores, a queda nos rendimentos reais no terceiro trimestre, relativamente ao segundo, alcançou 2,25%, dados com ajuste sazonal.

Pesquisas específicas sobre o comportamento da massa de salários na indústria de transformação, efetuadas pela Fiesp e pela CNI, apontam quedas de 6,62%, em São Paulo, até outubro, e de 9,66% na média dos 12 estados abrangidos pela CNI, até setembro. Comparando-se a média do índice de julho a outubro com a média do primeiro semestre, dados ajustados sazonalmente, percebe-se a perda do poder de compra da mão-de-obra na indústria paulista, com quedas de 0,3% no salário real e de 1,12% na massa salarial real. Nos estados analisados pela CNI, a comparação entre o terceiro e o segundo trimestres apresentou estabilidade do total de salários reais pagos pela indústria.

Custo unitário do trabalho e produtividade

O Custo Unitário do Trabalho (CUT), calculado como a razão entre a folha de pagamentos da indústria, deflacionada pelo IPA-PI da FGV e o índice da produção industrial, decresceu 6,35%, considerando-se o período janeiro-agosto de 1999, relativamente ao correspondente no ano anterior. Esse resultado decorreu da redução de 9,17% na folha de pagamentos, mais acentuada do que a observada no produto industrial, 3,01%.

Custo unitário do trabalho
1992=100



Fonte: IBGE e Banco Central

Comparando-se o CUT com a evolução da produtividade do trabalho na indústria, compreendida como a razão entre a produção física e o total de horas trabalhadas na produção, conclui-se que o fator mão-de-obra continuou contribuindo positivamente para a ausência de pressões sobre os preços. O aumento médio da produtividade industrial alcançou 6,73% até agosto.

Os ganhos de produtividade superaram 10% em cinco gêneros da indústria: extrativa mineral, madeira, fumo, bebidas e têxtil, apresentando-se negativo em apenas dois, couros e peles e material elétrico e de comunicações. A média da indústria de transformação alcançou 5,4%.

Indicadores selecionados de empresas não-financeiras

O lucro operacional e o endividamento total das empresas não-financeiras de capital aberto elevaram-se no terceiro trimestre, comparativamente ao período anterior, verificando-se alongamento de prazo da dívida, de acordo com indicadores calculados pela Econômica, considerando amostra de 221 empresas, distribuídas por 24 setores.

Adicionalmente, ocorreu deterioração no indicador de rentabilidade do patrimônio líquido, que constitui-se na relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, refletindo o estreitamento das margens, na média dos setores analisados. Assim, a margem líquida passou de positiva, no segundo trimestre, para negativa, no trimestre subsequente. O grau de alavancagem financeira, em setembro, apresentou redução significativa, de aproximadamente um terço do valor de junho de 1999.

Setores como autopeças, brinquedos e computadores representam exceções à redução na rentabilidade do patrimônio líquido. Em sentido oposto, os piores desempenhos foram constatados nos segmentos eletroeletrônico, material de transporte e transporte aéreo.

Em relação à liquidez corrente, que indica a folga financeira de curto prazo, os melhores desempenhos foram constatados nos setores telecomunicações, petroquímica e alimentos, enquanto as maiores reduções ocorreram nos segmentos energia, cimento e indústria mecânica.

2.4 - Produto interno bruto

Com a divulgação dos resultados do PIB para o terceiro trimestre, o IBGE retificou as informações relativas aos trimestres anteriores, com as principais alterações ocorrendo nos subsetores instituições financeiras e administração pública. Assim, a queda de 0,42%, registrada no primeiro semestre, foi revisada para crescimento de 0,19%.

No terceiro trimestre, observou-se queda de 0,18% no PIB, comparativamente ao trimestre anterior, considerando-se a série ajustada sazonalmente, o que levou o resultado acumulado no ano a apresentar

estabilidade. Segundo o IBGE, a desaceleração decorreu do aumento nos índices de preços, a partir de julho, e do aumento da volatilidade da taxa de câmbio.

Setorialmente, até setembro, foram confirmados os resultados favoráveis da agropecuária, que apresentou expansão de 6,1%, decorrente dos desempenhos das lavouras e da produção animal, que cresceram 6,1% e 5,85%, respectivamente. A indústria apresentou contração de 3,03%, destacando-se os crescimentos de 10,38% do subsetor extrativa mineral e de 2,12% no de serviços industriais de utilidade pública, enquanto a indústria de transformação e a construção acumularam quedas respectivas de 3,4% e de 4,57%.

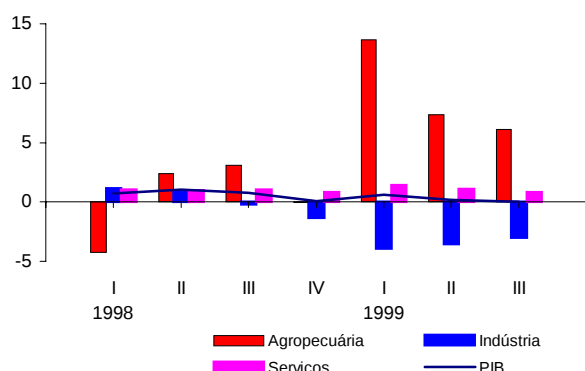
PIB - taxa acumulada ao longo do ano

Discriminação	1998				1999		
	I	II	III	IV	I	II	III
PIB	0,71	1,04	0,78	0,05	0,59	0,19	0,02
Agropecuária	-4,24	2,36	3,07	-0,02	13,64	7,36	6,10
Indústria	1,15	0,87	-0,21	-1,34	-3,91	-3,57	-3,03
Serviços	1,03	0,97	1,05	0,83	1,39	1,10	0,80

Fonte: IBGE

Produto Interno Bruto

Variação % acumulada no ano



Fonte: IBGE

Quanto aos serviços, a elevação atingiu 0,8%, inferior à do primeiro semestre, 1,1%. A desaceleração decorreu principalmente do desempenho negativo no subsetor de transportes, que apresentou queda de 0,38%, ante elevação de 0,39% até junho, e dos menores crescimentos em comunicações, 9,53%, ante 13,48% e em administração pública, 0,78% ante 1,09%. No comércio, a queda alcançou 1,51%, comparativamente à de 1,66%, constatada até junho.

Relativamente ao terceiro trimestre de 1998, o PIB declinou 0,31%, como consequência da diminuição de 2,02% na produção da indústria, devida, principalmente, às contrações de 3,95% na construção civil e de 2,23% na indústria de transformação. No mesmo período, o produto do setor agropecuário cresceu 3,35%, impulsionado pelas elevações de 4,12% nas lavouras e de 2,78% na produção animal. Nos serviços observou-se crescimento de 0,22%.

2.5 – Conclusão

A produção industrial declinou no terceiro trimestre, comparativamente ao segundo. Os resultados positivos de agosto e setembro ficaram aquém das expectativas de recuperação, transferidas para o último trimestre do ano.

Quanto à oferta de produtos agropecuários, a sazonalidade desfavorável do segundo semestre foi acentuada pelo aumento das exportações, principalmente de carne bovina e frangos.

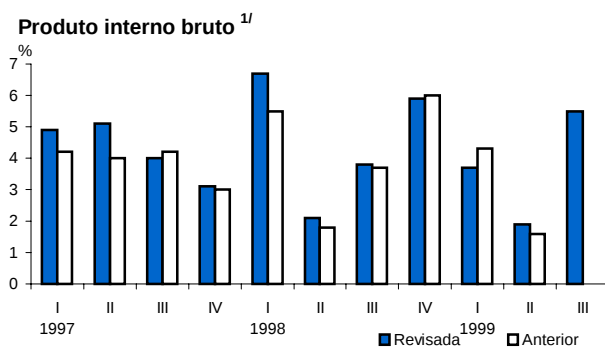
No mercado de trabalho, não se observou mudança na tendência de estabilidade prevalecente no segundo trimestre, seja no que se refere ao emprego formal, seja quanto aos indicadores construídos com base em pesquisas domiciliares.

Contrariamente ao ocorrido ao final de 1997 e 1998, quando a produção foi negativamente influenciada pelas crises financeiras internacionais, espera-se, para o último trimestre, comportamento favorável do PIB que, no fechamento do ano, deverá apresentar taxa de crescimento próxima a 1%.

3 - Economia internacional

3.1 - Estados Unidos

A economia dos Estados Unidos manteve ritmo de crescimento acelerado no terceiro trimestre, trajetória que, segundo diversos indicadores, deverá apresentar continuidade, porém em ritmo menos intenso.

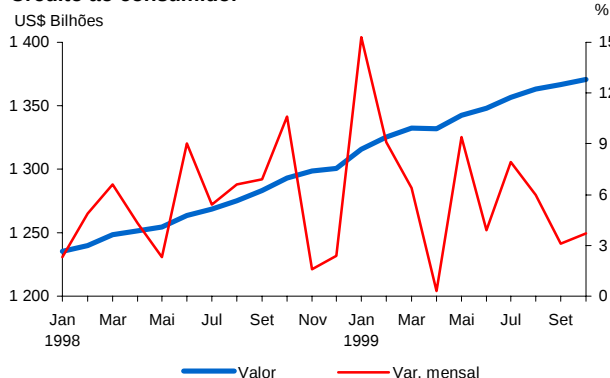


A divulgação de série revisada do Produto Interno Bruto apresentou expansão mais acentuada da economia do que a apontada anteriormente. Esse resultado era previsto, em função das alterações metodológicas incluírem dispêndios com *softwares* como investimentos em capital fixo e pelos avanços na mensuração de serviços, entre outros ajustes, tenderem a elevar o valor da produção.

O crescimento anualizado do PIB nos três primeiros trimestres do ano, comparativamente aos respectivos trimestres precedentes, na série dessazonalizada, atingiu 3,7%, 1,9% e 5,5%, registrando-se expansão de 3,9%, 3,8% e 4,2% quando comparados com iguais períodos do ano anterior. Esse movimento tem levado a estimativas de crescimento do produto da ordem de 4% em 1999, inferior ao registrado em 1998, 4,3%.

A produção industrial, cuja série revisada foi divulgada em novembro, apresenta tendência semelhante. Assim, elevou-se 4,8% no terceiro trimestre, taxa anualizada, comparativamente ao anterior, dados com ajuste sazonal, seguindo-se crescimentos de 0,8%, em outubro e de 0,3%, em novembro.

O aumento da produção tem sido sustentado pelo comportamento da demanda, fortemente calcada na absorção das famílias. Nesse contexto, o crédito ao consumo tem apresentado crescimentos mensais sucessivos, que,

Crédito ao consumidor

relativamente a igual período do ano anterior, atingiram 6% em agosto, 3,1% em setembro e 3,7% em outubro. Essa trajetória, no entanto, tem-se apresentado menos acentuada no último trimestre, em função do aumento do custo do crédito.

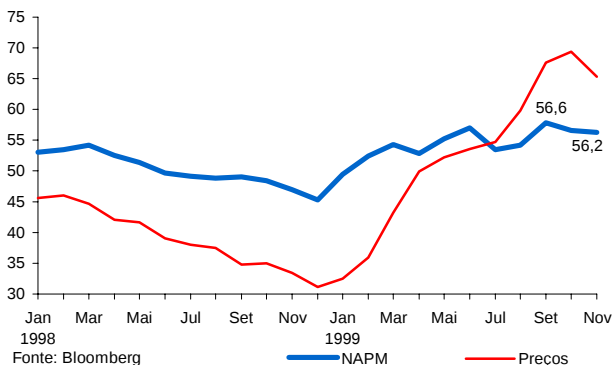
As vendas no varejo, em setembro, mantiveram-se estáveis, relativamente às registradas no mês anterior, após expansão de 1,32%, em agosto, na série dessazonalizada. Em outubro e em novembro as vendas elevaram-se 0,32% e 0,86%, respectivamente. Excluindo-se o comércio de automóveis, os resultados revelam crescimento de 0,93% em agosto, de 0,6% em setembro, de 0,79% em outubro e de 0,36% em novembro, sugerindo a continuidade do vigor da demanda.

O saldo comercial também sinaliza elevado nível de aquecimento da economia. As importações de bens no período janeiro-setembro somaram US\$ 748,3 bilhões, valor 10,4% superior ao ocorrido em igual período de 1998. A evolução mensal, na série com ajuste sazonal, aponta crescimento de 2,2% em agosto e queda de 0,14% em setembro. As exportações de bens acumularam US\$ 498,2 bilhões nos primeiros nove meses do ano, superando em 0,5% as registradas no mesmo período do ano anterior. Em termos mensais, na série dessazonalizada, observou-se aumento de 5,8% nas exportações em agosto, seguida de contração de 1% em setembro.

Nesse contexto, após o déficit recorde de US\$ 34,7 bilhões em julho, os saldos negativos decresceram levemente, situando-se em US\$ 33,6 bilhões em agosto e em US\$ 33,4 bilhões em setembro. Considerando-se os nove primeiros meses do ano, o déficit acumulado atingiu US\$ 250,1 bilhões, aumento de 37,2% comparativamente a 1998.

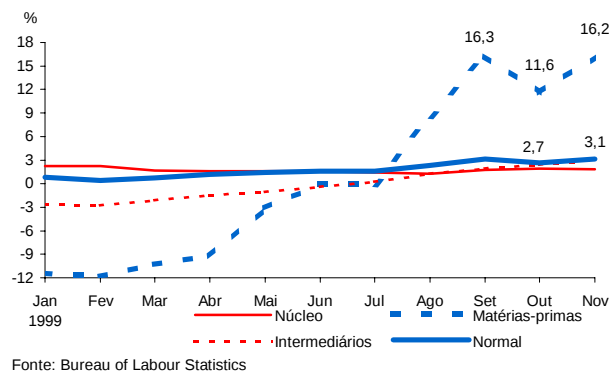
As expectativas dos gerentes de compras, refletidas no índice NAPM (National Association of Purchase Managers) sugerem pequeno arrefecimento nas perspectivas de crescimento, uma vez que o índice situou-se em 56,6 em outubro e em 56,2 em novembro, após elevar-se de 54,2 em agosto para 57,8 em setembro. Esse declínio, entretanto, não deve ser interpretado como reversão consistente nas expectativas de crescimento, uma vez que o índice permanece acima de 50, o que indicaria manutenção das condições vigentes.

Indicadores NAPM



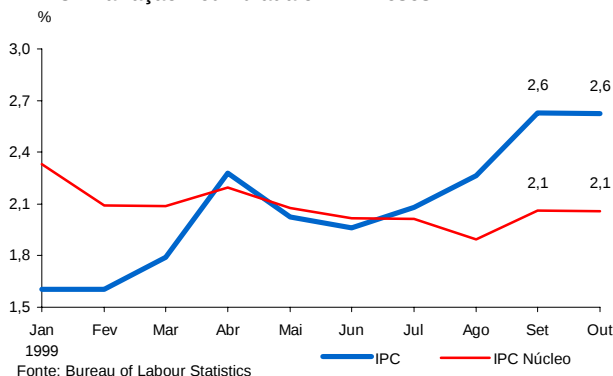
O contínuo crescimento da economia norte-americana e a perspectiva de manutenção de sua trajetória, embora possivelmente com perfil menos acelerado, revelada pelos indicadores de demanda e pelas expectativas dos agentes, estimulam o acompanhamento cuidadoso no que se refere a eventuais pressões sobre os preços.

IPP - Variação acumulada em 12 meses



O índice de preços ao produtor (IPP) em 1999, até novembro, elevou-se 2,4%, relativamente a 0,08% em igual período do ano anterior. Acumulado em 12 meses, ao longo do ano, o índice tem variado entre 0,5% e 3,1%, com trajetória ascendente. Esse comportamento reflete, em parte, a elevação dos preços das matérias-primas e dos produtos intermediários, influenciados pelo aumento dos preços da energia e de mercadorias. Entre janeiro e novembro, o IPP - matérias-primas e o IPP - produtos intermediários aumentaram, respectivamente, 17,7% e 3,6%, enquanto acumulados em 12 meses, até novembro, variaram 16,2% e 3%. A exclusão dos preços de alimentos e energia, formando o núcleo do índice de preços ao produtor (IPP-núcleo), apresenta trajetória mais estável durante o ano, totalizando variação de 0,96%.

IPC - Variação Acumulada em 12 meses



As pressões sobre os preços ao produtor, no entanto, não foram integralmente transmitidas ao consumidor. Assim, o índice de preços ao consumidor (IPC), variou 0,4% em setembro, 0,2% em outubro e 0,1% em novembro, e o seu núcleo, que exclui energia e alimentos, 0,3%, 0,2% e 0,2%, respectivamente. Avaliando-se a trajetória do índice acumulado em 12 meses, observa-se trajetória ascendente, passando de 1,6% em janeiro para 2,6% em novembro.

A evolução do mercado de trabalho e da produtividade tornam-se significativamente relevantes nesse quadro, podendo sinalizar antecipadamente pressões de custos para o setor produtivo. Em novembro, a taxa de desemprego manteve o nível recorde de baixa registrado em

outubro, 4,1%, enquanto verificou-se aumento de 0,15% no rendimento por hora trabalhada, após elevação de 0,3% no mês anterior.

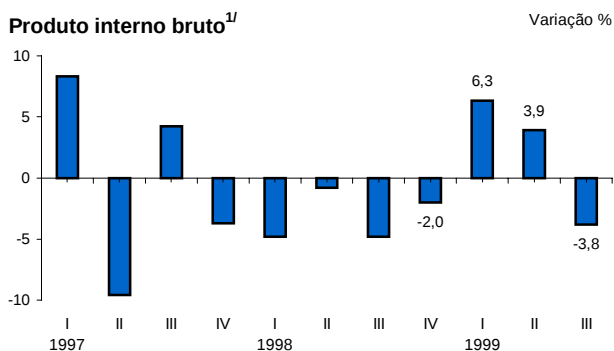
A taxa de crescimento da produtividade do setor manufatureiro manteve a trajetória de queda iniciada no terceiro trimestre de 1998. Assim, no período julho-setembro, comparativamente ao período abril-junho, mensurou-se elevação de 3,9%, na série ajustada sazonalmente, em termos anualizados, quando no segundo trimestre fora registrado aumento de 5,5%. O custo unitário do trabalho nesse setor, nas mesmas bases de comparação, atingiu, respectivamente 2,3% e 0,3%. No setor não-agrícola, a produtividade no terceiro trimestre elevou-se 4,9%, relativamente ao segundo trimestre, taxa anualizada, enquanto o custo unitário do trabalho decresceu 0,2%.

Na reunião de 5 de outubro, o Comitê de Mercado Aberto do Federal Reserve (FOMC) avaliou a evolução da economia como consistente com seus objetivos de longo prazo de estabilidade de preços e crescimento sustentável, mantendo a meta da taxa de juros do *federal funds* em 5,25% a.a. Entretanto, em reunião no dia 16 de novembro, essa meta foi elevada em 25 pontos básicos, para 5,5% a.a., embora a pressão dos custos tenha sido considerada sob controle. Esse aumento responde à percepção de que a expansão do nível de atividade está excedendo o crescimento potencial da economia. Destaque-se que com a elevação total de 50 pontos básicos, a taxa básica da economia retornou ao patamar vigente antes da crise asiática, quando o FOMC decidiu pela liberalização da política monetária.

A resposta da economia norte-americana à elevação das taxas de juros pode ser considerada ainda incipiente, não apenas pelo grau das elevações, mas também pela reduzida defasagem entre essas restrições e o período em análise.

3.2 - Japão

A economia japonesa tem apresentado sinais de recuperação, o que está refletido na evolução do PIB nos dois primeiros trimestres do ano, após cinco trimestres consecutivos de contração. A sustentabilidade dessa expansão, entretanto, é frágil, dada não apenas a trajetória dos demais indicadores, como o próprio crescimento negativo do PIB no terceiro trimestre do ano.



Fonte: Economic Planning Agency e Bloomberg

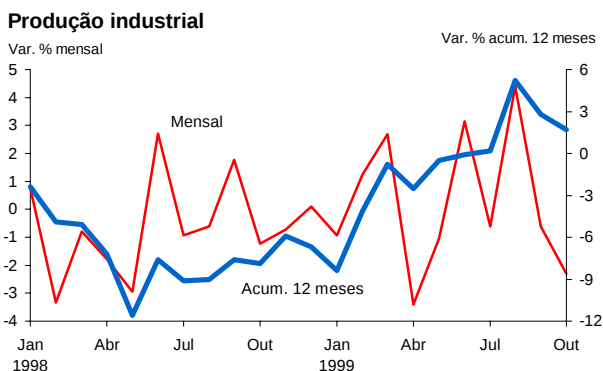
1/variação sobre trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal, anualizado.

A série do PIB, bem como a metodologia de ajuste sazonal, foram revistas. As novas estatísticas indicam crescimento anualizado de 6,3% no primeiro trimestre, comparativamente ao precedente, na série com ajuste sazonal, e de 3,9% no segundo trimestre. Em relação a igual período do ano anterior, verificou-se contração de 0,4%, no período janeiro-março, e expansão de 0,6%, no período abril-junho.

Os resultados preliminares relativos à evolução do PIB no terceiro trimestre apresentaram redução anualizada de 3,8%, em relação ao trimestre anterior, dados dessazonalizados, enquanto indicaram expansão de 0,9% na comparação com igual período de 1998.

Alguns indicadores, no entanto, sugerem melhor desempenho da economia japonesa do que o representado nas estatísticas do PIB no terceiro trimestre. Nesse sentido, cite-se o índice do nível de atividade da economia, que em julho, na série com ajuste sazonal, registrou contração de 0,3%, em agosto, elevação de 1,1% e em setembro, decréscimo de 0,8%, na comparação com os respectivos meses anteriores. De forma semelhante, o índice de atividade do setor terciário, que responde por 60% do produto japonês, manteve-se estável em julho, mas apresentou elevação em agosto, 1,3% e contração de 0,9% em setembro, em relação aos meses anteriores, na série com ajuste sazonal.

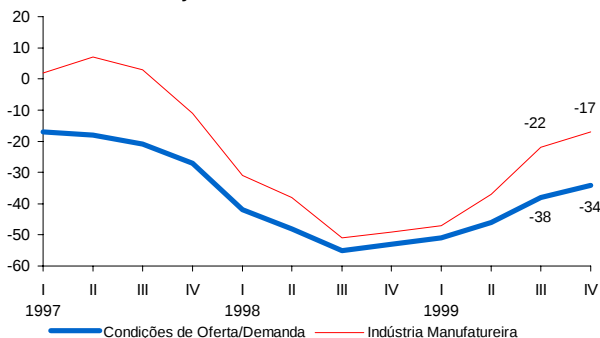
Na mesma direção aponta o consumo de energia elétrica, que expandiu-se 1,9% em agosto, 5,8% em setembro e 3,9% em outubro, comparativamente a iguais meses do ano anterior. A produção industrial, contraiu-se 0,6% em julho e em setembro, mas expandiu-se 4,4% em agosto, contraindo-se 2,3% em outubro.



Fonte: MITI e Bloomberg

O comportamento da produção industrial, nos dez primeiros meses do ano, foi bastante volátil, acumulando elevação de 2,33%. Os resultados em 12 meses passaram a revelar, somente a partir de julho, variações positivas, o que não ocorria desde 1998. Em outubro, de acordo com dados preliminares, esse indicador registrou expansão de 1,7%.

Índice de confiança industrial - Tankan



Fonte: Banco do Japão e Bloomberg

A expectativa dos empresários quanto à situação econômica vem evoluindo favoravelmente, refletindo-se nos últimos resultados do índice de confiança Tankan que, embora ainda negativos, apresentaram melhorias a partir do terceiro trimestre de 1998. Assim, no período outubro-dezembro de 1999, o índice relativo às condições de oferta e demanda elevou-se de -38, no trimestre anterior, para -34, enquanto as expectativas quanto à evolução da indústria manufatureira elevaram-se de -22 para -17.

As expectativas positivas quanto à evolução da economia japonesa levaram a OCDE a elevar suas estimativas para o crescimento do PIB em 1999 e em 2000, situando-as em 1,5% e 1,2%, respectivamente.

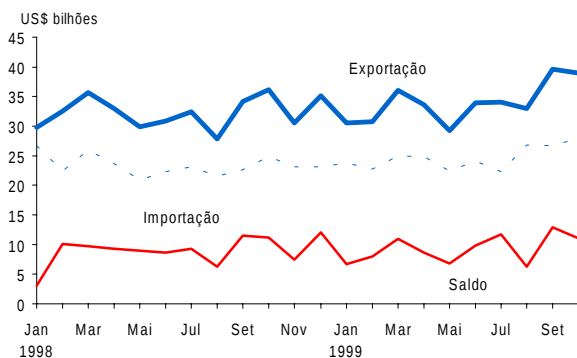
A análise de indicadores da demanda agregada, entretanto, suscita questões quanto à sustentabilidade da recuperação. As vendas no atacado e no varejo permanecem apresentando taxas negativas ou reduzidas de expansão, relativamente a iguais meses de 1998, situando-se em -6,8% e 0,2%, respectivamente, em outubro. O dispêndio real das famílias, que em julho apresentara crescimento de 2,6%, comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, registrou contração nos meses seguintes: 1,1% em agosto e 3,7% em setembro.

O início de construções habitacionais, após quatro meses de crescimento consecutivo, contraiu-se 0,6% em outubro, comparativamente a igual período do ano anterior. Esse movimento, contudo, pode ser interpretado como resposta à sequência de expansões. Destaque-se que nos dez primeiros

meses do ano, o número de habitações iniciadas, 1 milhão, superou em 0,93% o registrado em igual período de 1998.

O saldo comercial de bens, em outubro, alcançou US\$ 11 bilhões, resultado de US\$ 39 bilhões em exportações e de US\$ 28 bilhões em importações. Comparativamente a igual mês do ano anterior, as exportações elevaram-se 8% e as importações, 12,3%. No ano, as exportações acumularam US\$ 339,7 bilhões,

Balanço comercial



Fonte: IFS - FMI e JP Morgan

valor 5,4% superior ao registrado em igual período de 1998, enquanto as importações totalizaram US\$ 246,8 bilhões, com crescimento semelhante ao das exportações. Assim, o saldo comercial atingiu US\$ 92,8 bilhões.

Esse resultado combina a recuperação da economia japonesa, que tende a estimular as importações, e o crescimento dos países do leste asiático, que contribui com o desempenho favorável das exportações.

Outro fator a influenciar o saldo comercial, e conseqüentemente o desempenho da economia, é a evolução cambial. A partir de julho, a trajetória da cotação do iene tem registrado valorizações sucessivas, passando de Y 122,4/US\$, na segunda semana de julho, para Y 102,67/US\$, na primeira semana de dezembro.

Contribuindo no sentido de tornar as perspectivas mais positivas, o governo japonês divulgou, no mês de novembro, conjunto de medidas destinado a estimular a economia. O valor total do programa alcançou US\$ 173 bilhões, considerando-se a cotação média do iene no mês de novembro, montante 1,1% superior ao injetado na economia por meio do programa de novembro de 1998. As medidas que tendem a apresentar impacto mais direto sobre o produto são as despesas com obras públicas e com infra-estrutura social, que atingirão US\$ 65 bilhões, representando 37,5% do valor total disponível.

Os instrumentos de estímulo, cujos orçamentos apresentaram maior elevação em relação ao programa anterior, foram os auxílios para pequenas empresas, US\$ 70,7 bilhões, e investimentos no setor imobiliário habitacional, US\$ 19,1 bilhões. A implantação do programa depende de aprovação de dotação suplementar ao orçamento de US\$ 62,1 bilhões.

Os indicadores de inflação não sugerem a existência de pressões sobre o nível de preços. O índice de preços ao consumidor apresentou elevação de 0,3% nos meses de agosto e de setembro, após dois meses de taxas negativas. Em outubro, o índice aumentou 0,2%, acumulando queda de 0,2% no ano. O índice de preços no atacado, após revelar contração de 0,5% em agosto e em setembro, elevou-se 0,1% em outubro. Em novembro, esse índice voltou a registrar queda, 0,1%, acumulando retração de 1,3% no ano.

Com a economia em fase de recuperação e os índices de inflação mostrando relativa estabilidade, o Banco do Japão tem mantido a política de taxas de

juros próximas a zero, reafirmada na reunião do dia 26 de novembro, que, paralelamente às medidas governamentais de estímulo fiscal, tem por meta estimular o crescimento sustentado da economia japonesa.

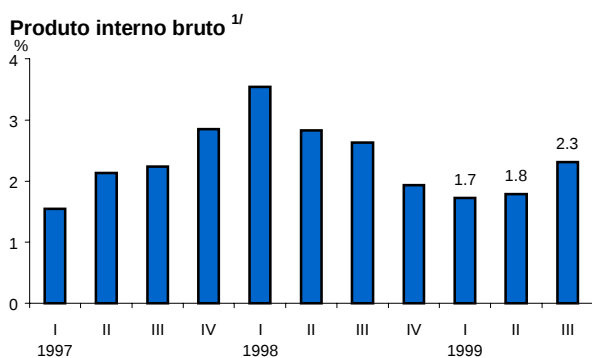
A oscilação diária da taxa de juros do mercado interbancário, desde junho, situa-se entre 0,03% a.a. e 0,015% a.a. As taxas de empréstimos bancários de longo prazo para os melhores cliente, de acordo com informações do Banco do Japão, retomaram sua tendência decrescente a partir de setembro. Em outubro, situaram-se em 2,2% a.a., com corte de 0,2 ponto percentual em relação a agosto.

No que se refere à evolução do câmbio, o Banco do Japão tem realizado intervenções, sem, contudo, alterar a trajetória de valorização da moeda japonesa.

3.3 - Área do Euro

A economia dos países membros da área do euro vêm apontando ritmo de crescimento favorável em 1999. A variação trimestral do PIB dos 11 países da região, na comparação com igual período do ano anterior, atingiu 1,7% e 1,8%, respectivamente, no primeiro e segundo trimestres do ano e 2,3% no terceiro trimestre.

Projeções da OCDE, de novembro, apontam expansão anual de 2,1% do PIB para o ano de 1999, compatível com o intervalo das taxas de crescimento que o Banco Central Europeu considera consistentes no médio prazo, entre 2% e 2,5%. Para o ano 2000, a OCDE estima expansão de 2,3% para a região.



Fonte: Eurostat

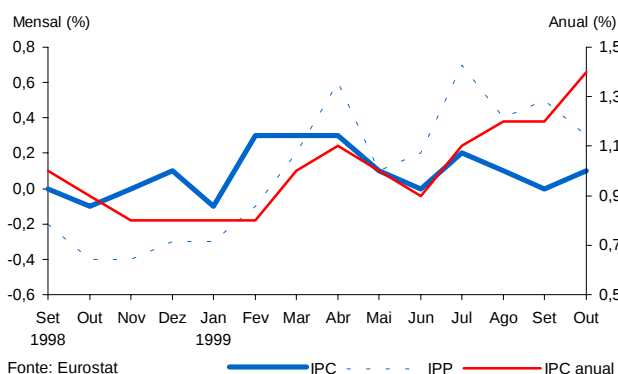
1/ Variação percentual sobre igual trimestre do ano anterior.

A evolução da produção industrial induzia expectativas de crescimento mais intenso no terceiro trimestre. O índice de produção industrial dos países membros da área do euro, após registrar variação de 2,5% nos doze meses terminados em agosto, apresentou crescimento de 0,8% em setembro. Esse resultado, entretanto, foi negativamente influenciado pela contração de 0,3% registrada na Alemanha, decorrente de choques pontuais.

Os indicadores da confiança dos empresários industriais e dos consumidores, mensurados por pesquisa da Comissão Européia, tornaram-se menos negativos em setembro e em outubro, apontando mudança gradual das perspectivas dos agente econômicos.

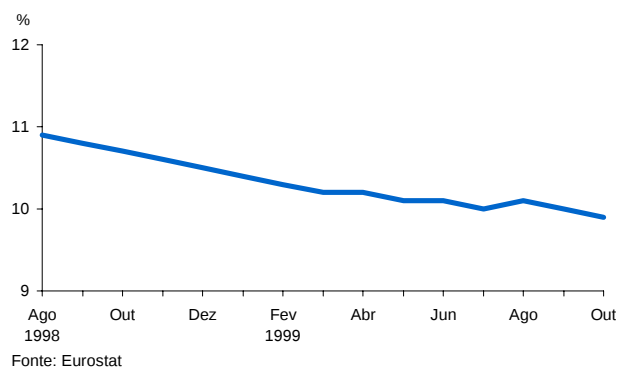
Nesse contexto de retomada do crescimento, o Banco Central Europeu, que havia elevado a taxa básica de juros de 2,5% para 3%, em 4 de novembro, diante da expansão considerada excessiva do agregado monetário M3, decidiu, em reunião no dia 2 de dezembro, manter a taxa no mesmo nível. Nessa mesma reunião, decidiu também permanecer com a taxa de crescimento anual de referência para o agregado monetário M3 em 4,5%. A elevação dessa variável, relativamente ao mesmo mês do ano anterior, tem permanecido acima da taxa de referência, ao longo do ano, apresentando aumentos de 5,8%, 6,2% e 6%, respectivamente, nos meses de agosto, setembro e outubro.

Taxas de inflação



Em ambiente de crescimento econômico e de taxas de juros reduzidas, a inflação, apesar de encontrar-se abaixo de 2%, nível definido como consistente com a estabilidade de preços, apresentou elevação no segundo semestre do ano. A variação anual do índice de preços ao consumidor harmonizado, que aumentara de 0,8%, em janeiro, para 0,9%, em junho, atingiu 1,4% em outubro. Indicadores antecedentes de inflação, como o crescimento do crédito e da liquidez, dos salários, dos preços ao produtor e da energia, sugerem a possibilidade de trajetória ascendente para os preços.

Taxa de desemprego



Relativamente ao índice de preços ao produtor, após registrar variações anualizadas negativas durante todo o primeiro semestre, elevou-se 1,3% em setembro e 2% em outubro.

O nível de emprego evoluiu favoravelmente ao longo do ano de 1999. A taxa de desemprego dos 11 países membros apresentou diminuição lenta, porém persistente, situando-se em 9,9%, em outubro, comparativamente a 10,8% no mesmo mês do ano anterior.

Concomitante ao declínio da taxa de desemprego, o custo unitário do trabalho apresentou variações anuais acima de 2% nos dois primeiros trimestres do ano.

O setor externo, impulsionado pela desvalorização do euro em relação ao dólar, que atingiu 14% no ano, até novembro, apresentou saldos comerciais superavitários. No segundo trimestre, o resultado positivo da balança comercial atingiu Eur 17,5 bilhões.

Alemanha

O PIB da Alemanha cresceu à taxa anualizada de 2,9% no terceiro trimestre, comparativamente ao trimestre precedente, na série com ajuste sazonal, após registrar expansão de 2,5% e de 0,5% nos dois primeiros trimestres do ano. Esse crescimento foi alavancado pela elevação de 11,7% das exportações, embora investimentos fixos e consumo privado e público também tenham se elevado: 3,4%, 2,7% e 2,5%, em termos anuais, relativamente ao trimestre anterior, dados dessazonalizados.

A produção industrial, que decrescera 1,1% em agosto e 1% em setembro, comparativamente ao mês anterior, dados dessazonalizados, aumentou 1,7% em outubro.

França

A economia francesa tem apresentado crescimento continuado, com moderada taxa de inflação. O PIB francês expandiu 1% no terceiro trimestre, em relação ao anterior, dados dessazonalizados, explicitando os efeitos do aumento da demanda interna, em decorrência da elevação dos salários, e da trajetória ascendente das exportações, resultado, principalmente, da recuperação dos países europeus e asiáticos. O consumo privado cresceu 3,6% no terceiro trimestre.

As expectativas, medidas pelo índice de confiança do consumidor, apontam para a continuidade desse comportamento, que seria favorecido pelo reduzido nível de desemprego francês, 11% em termos históricos, e pela já anunciada redução de impostos. As estimativas oficiais prevêem crescimento de 2,7% em 1999.

O índice de preços ao consumidor elevou-se 0,1% em outubro, acumulando 0,7% no ano. O índice de preços ao produtor, refletindo o aumento do preço do petróleo, variou 0,6% em outubro.

Itália

A economia italiana sinaliza efetiva recuperação no nível de atividade. A produção industrial cresceu 1,4% no terceiro trimestre, relativamente ao trimestre anterior, série dessazonalizada. O índice de preços ao consumidor, em outubro, elevou-se 0,4%, atingindo 2,2% em doze meses. Os preços ao produtor continuam refletindo a elevação das cotações do petróleo, variando 0,6% em outubro e acumulando 2,2% nos últimos 4 meses.

De acordo com pesquisas de confiança nos negócios, a expectativa é de que a economia crescerá de forma mais acelerada nos próximos meses. O índice de confiança dos consumidores, entretanto, reduziu-se 1,45% em novembro, ante elevação de 1,12% em outubro, revelando a crescente incerteza política e a persistente preocupação com a evolução da reforma da previdência e com o curso da política monetária.

3.4 - Economias Asiáticas Emergentes

China

O crescimento do produto interno bruto chinês atingiu 7% no terceiro trimestre, relativamente ao mesmo período do ano anterior, após expandir 7,6% no segundo trimestre, indicando que a meta de crescimento de 7% estabelecida pelo governo, para o ano de 1999, deverá ser atendida.

A produção industrial elevou-se 7% em outubro, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, ante 8,1% em setembro. Essa queda pode ser associada, em parte, ao feriado prolongado da comemoração do cinquentenário da Revolução Comunista.

A recuperação da atividade econômica no terceiro trimestre foi liderada pelo aumento das vendas internas e das externas. Após registrarem patamar

mínimo em maio, as vendas no varejo aceleraram, alcançando expansão de 5,6% em julho e de 6,3% em setembro, relativamente a igual mês do ano anterior.

O investimento público, instrumento de sustentação do crescimento no primeiro semestre, registrou desaceleração no terceiro trimestre, situando-se em patamar 10,4% acima do registrado no mesmo período de 1998, ante expansão de 15,1% no primeiro semestre.

As exportações chinesas, no terceiro trimestre, foram 15,1% superiores às do mesmo período de 1998, ante contração de 2% registrada no segundo trimestre, com o superávit comercial de US\$ 11,7 bilhões superando o relativo a todo o primeiro semestre, US\$ 8 bilhões. O crescimento das vendas externas pode ser atribuído à recuperação das economias asiáticas, enquanto a expansão das vendas internas foi impulsionada, principalmente, pelo aumento salarial concedido aos funcionários públicos civis e pelo aumento da alíquota do imposto incidente sobre depósitos a prazo, estimulando as famílias ao consumo, em detrimento da poupança.

O saldo comercial alcançou US\$ 4,4 bilhões em outubro, ante US\$ 3,3 bilhões em setembro, resultado de US\$ 18,2 bilhões de exportações e de US\$ 13,8 bilhões de importações. A recuperação comercial, que, estima-se, atinja superávit de US\$ 24,5 bilhões em 1999, possivelmente assegurará resultado positivo em transações correntes, o que reduz o risco do governo promover desvalorização cambial nos próximos meses.

O ingresso de investimentos estrangeiros diretos em setembro superou em 13,9% o ocorrido no mesmo mês do ano anterior. Esse movimento de capitais, que tem sido estimulado pela possibilidade dos titulares de investimentos estrangeiros diretos manterem depósitos em divisas, como colaterais de dívidas contraídas no sistema bancário chinês, tem contribuído para a sustentação da taxa fixa de câmbio.

O ingresso da China na Organização Mundial do Comércio (OMC), possibilitado pelo acordo comercial estabelecido com os Estados Unidos, deverá propiciar o aumento das importações e dos investimentos estrangeiros diretos no ano 2000. A elevação das importações deverá responder, principalmente, à abolição de cotas quantitativas, além de

refletir as reduções de alíquotas e a expansão das aquisições de bens de capital importados, associada ao crescimento do investimento estrangeiro direto.

O crescimento da demanda não se traduziu em pressão inflacionária. O índice de preços ao consumidor decresceu 0,6% em outubro, comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, queda atribuída ao aumento da produtividade das empresas, particularmente das estatais sob processo de reestruturação. Em setembro, o índice apresentara variação negativa de 0,8%.

Coréia do Sul

O PIB da Coréia do Sul registrou crescimento de 3% no terceiro trimestre, em relação ao trimestre precedente, dados ajustados sazonalmente, e de 12,3%, relativamente ao mesmo trimestre do ano anterior, desempenho que reflete o crescimento das exportações. Em outubro, a produção industrial cresceu 1,7% no mês e 30,6% no ano, em função do aumento de 39% nas exportações e de 28% na demanda doméstica.

A taxa de desemprego reduziu-se para 4,6% em outubro, ante 4,8% em setembro. Entre janeiro e outubro, os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$ 10,3 bilhões, elevação de 83% em relação a igual período em 1998. O PIB sulcoreano deverá crescer 9,5% em 1999, reversão significativa em relação à queda de 5,8% ocorrida em 1998, nível de expansão que poderá sensibilizar a trajetória da inflação no ano 2000.

Malásia

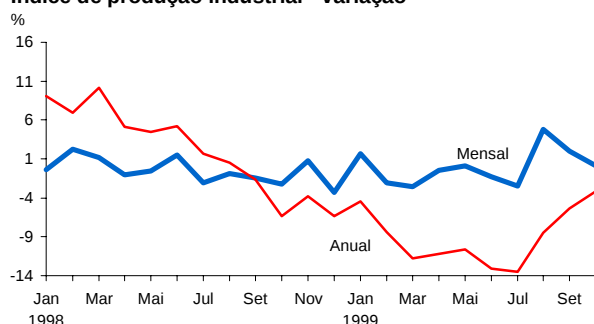
A Malásia deverá registrar crescimento do produto de 4,3% em 1999, ante decréscimo de 7,5% em 1998. No terceiro trimestre, o PIB cresceu 8,1%, em relação ao mesmo trimestre do ano precedente, a maior variação em três anos. O índice de preços ao consumidor elevou-se 0,4% em novembro, relativamente ao mês anterior, com ajuste sazonal, apresentando variação positiva de 1,7% em comparação ao mesmo mês do ano anterior.

3.5 - América Latina

Argentina

O PIB da Argentina, no segundo trimestre, apresentou queda de 4% comparativamente ao do mesmo período do ano anterior, após registrar contração de 3% no primeiro trimestre.

Índice de produção industrial - variação^{1/}



Fonte: Ministério da Economia/Indec
1/ Dessazonalizado.

A produção industrial mensal, entretanto, registrou três meses consecutivos de expansão, acumulando crescimento de 6,9% entre julho e outubro, dados dessazonalizados, sugerindo a reversão do ciclo de retração econômica. Nesse sentido, a queda na produção, relativamente ao mesmo período do ano anterior, reduziu-se de 10,8%, nos sete primeiros meses do ano, para 9,2%, entre janeiro e outubro.

Os investimentos ainda registram contração acentuada, tomando-se por base as quedas de 28,2% na produção da indústria metal-mecânica, exclusive a de automóveis, de 20% na importação de bens de capital e de 35% na importação de peças e acessórios para bens de capital. O índice de atividade da construção (Isac), dessazonalizado, reduziu-se 0,7% em outubro, relativamente a setembro, implicando queda de 7,1% no acumulado de janeiro a outubro, ante mesmo período do ano anterior.

As vendas de supermercados, acumuladas nos dez primeiros meses do ano, registraram redução de 1,2% em relação ao mesmo período de 1998, indicando queda do consumo menor que a estimada para o PIB.

O balanço comercial foi deficitário em US\$ 292 milhões no mês de outubro, resultado de US\$ 1,9 bilhão de exportações e de US\$ 2,2 bilhões de importações. Nos primeiros dez meses do ano, as exportações totalizaram US\$ 19,3 bilhões e as importações, US\$ 20,9 bilhões, respectivamente 15% e 22% menores que as de igual período de 1998. Os principais determinantes da retração das exportações foram a redução dos preços de produtos primários no mercado internacional, à exceção do petróleo, e a desvalorização cambial brasileira, contrarrestados pelo redirecionamento das exportações argentinas destinadas ao Mercosul para

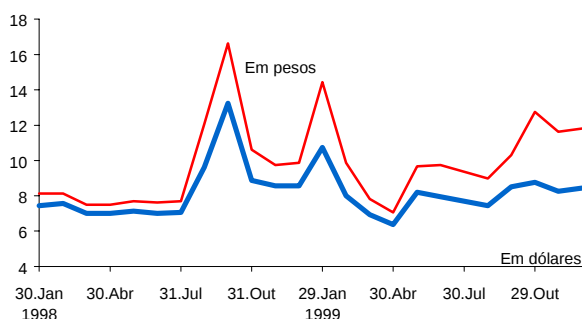
a União Européia. A contração das importações foi mais acentuada em bens de capital e em suas peças de reposição.

O Índice de Preços ao Consumidor declinou 0,3% em novembro, após estabilidade em outubro. O Índice de Preços no Atacado reduziu-se 0,2% em novembro, após diminuição de 0,1% em outubro e elevação de 0,9% em setembro, que refletira os aumentos de 12,3% dos preços de produtos primários pesqueiros e de 12,2% dos preços de petróleo cru e gás natural ocorridos no mês.

Os depósitos no sistema financeiro elevaram-se 0,1% em outubro, pelo conceito de média dos saldos diários, acumulando crescimento de 5,8% no ano, resultado da expansão de 13,5% nos depósitos em moeda estrangeira e da contração de 3,7% naqueles em moeda nacional. A dolarização dos depósitos a prazo fixo atingiu 76%.

As reservas internacionais em ouro, divisas e depósitos a prazo do banco central totalizaram \$23,2 bilhões, valor equivalente ao total do passivo financeiro da autoridade monetária, constituído, basicamente, pela base monetária, \$14,2 bilhões, e pelas reservas bancárias líquidas, \$8,9 bilhões. Dessa forma, a liquidez internacional total do sistema financeiro, ou seja, o total de ativos em moeda estrangeira do banco central e instituições financeiras, atingiu \$ 38,5 bilhões, o equivalente a 41,1% do agregado monetário mais amplo, o M3*, que soma a base monetária ao total de depósitos à vista e a prazo.

Taxas de Juros
(% ao ano)



As incertezas relacionadas à situação fiscal em um momento de transição governamental, bem como a elevação das taxas de juros nas economias desenvolvidas se refletiram no aumento das taxas de juros médias na Argentina, em outubro, principalmente nas transações denominadas em pesos. Assim, a taxa de juros interbancária (*baibor*), média mensal para operações de 90 dias, em dólares, elevou-se de 8,78% a.a., em setembro, para 9,38% a.a., em outubro, enquanto a taxa para as operações em pesos elevou-se de 11,81% a.a. para 13,42% a.a. Esse movimento resultou no aumento do diferencial entre as taxas das duas moedas, de 2,79% a.a. para 3,69% a.a. no período, alcançando, no dia 29 de outubro, 4,11% a.a., patamar

semelhante ao dos momentos críticos de setembro de 1998 e de janeiro de 1999. Em novembro, entretanto, embora a taxa média mensal não tenha ainda sido divulgada, observaram-se indícios de reversão da tendência altista, principalmente nas taxas das transações denominadas em dólares norte-americanos.

O resultado financeiro do Governo Central, que engloba o Tesouro Nacional, organismos descentralizados, previdência social, empresas públicas e caixas provinciais, foi negativo em \$ 838 milhões no mês de outubro, acumulando saldo negativo de \$ 2,3 bilhões nos dez primeiros meses do ano.

O déficit fiscal argentino em 1999 deverá aproximar-se de \$ 5,8 bilhões, cerca de 13,7% acima da meta pactuada com o Fundo Monetário Internacional. As previsões para o déficit público do próximo ano, entretanto, alcançam \$ 10 bilhões, superior às metas acordadas com o FMI e previstas na Lei de Responsabilidade Fiscal.

Nesse sentido, a nova equipe econômica realizou acordo de transferência de fundos com os governadores provinciais, já aprovado no Senado e em trâmite na Câmara dos Deputados, pelo qual as províncias receberão soma fixa mensal de \$ 1,35 bilhão, no ano 2000, e de \$ 1,36 bilhão, no ano 2001. Pelo acordo, o Governo Central refinanciará dívidas provinciais e absorverá parte dos déficits dos sistemas de previdência regionais, cujas normas tornar-se-ão similares às do sistema previdenciário nacional. O pacote fiscal inclui a elevação dos impostos internos, a generalização do Imposto sobre Valor Agregado (IVA) para a medicina privada e os transportes e o aumento do impostos sobre a renda. O Orçamento Fiscal para o ano 2000 ainda não foi aprovado em nenhuma das duas casas legislativas.

México

O México apresentou expansão de 4,6% no PIB do terceiro trimestre, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, refletindo a recuperação dos setores serviços (4,8%) e manufatureiro (5,3%). As vendas no varejo cresceram 8,7%, até outubro, explicitando os efeitos dos baixos níveis das taxas de juros e a trajetória descendente da inflação sobre o dispêndio dos consumidores.

O déficit comercial acumulado até outubro, US\$ 2,5 bilhões, representa 40% do registrado no mesmo período do ano anterior. Nesse sentido, as exportações mexicanas têm sido expressivamente favorecidas pela sustentação do crescimento da economia americana. A estimativa oficial de crescimento do PIB para 1999 é de 3,4%, com inflação de 12,9%.

Chile

Após trajetória recessiva ao longo de 1999, a economia do Chile apresenta sinais de recuperação. O PIB elevou-se 1,2% no terceiro trimestre, relativamente ao trimestre anterior, dados dessazonalizados, evolução favorecida pela elevação das exportações de cobre. Na comparação com o terceiro trimestre de 1998, entretanto, o PIB ainda acusa retração de 1,5%. Em outubro, a produção industrial elevou-se 0,1% e a taxa de desemprego foi reduzida para 11%, relativamente a 11,4% em setembro. Segundo analistas, o crescimento do PIB deverá atingir 5% no ano 2000.

Colômbia

A Colômbia vivencia a pior recessão em 70 anos. O PIB registrou contração de 5% no terceiro trimestre, dados preliminares, ante variações negativas de 5,9% e de 7,6% no primeiro e segundo trimestres, comparativamente aos períodos correspondentes de 1998. O crescimento no terceiro trimestre, em relação ao segundo, alcançou 0,5%.

3.6 - Conclusão

As perspectivas para o cenário externo são favoráveis, com evidência de retomada de crescimento em nível global e recuperação consistente dos fluxos de comércio.

A economia dos Estados Unidos mantém trajetória de crescimento, sustentada pela expressiva demanda interna, que, aparentemente, ainda não respondeu às recentes elevações das taxas de juros pelo Federal Reserve. As expectativas otimistas dos empresários e dos consumidores explicitam

tendência de continuidade do elevado nível da atividade, o que contribui para a sustentação do patamar da demanda mundial.

Os indicadores da economia do Japão retratam cenário de recuperação, ainda que em ritmo menos intenso no último semestre deste ano. O processo de retomada, entretanto permanece frágil, uma vez que o dispêndio público ainda se apresenta como principal catalizador desse movimento, dado que as despesas de consumo e de investimento privados não registram trajetória consistente de elevação. Destaque-se, no entanto, que além da relativa elevação do grau de confiança dos empresários quanto às condições de oferta e de demanda, o desempenho futuro da economia japonesa tende a ser favorecido pelos efeitos positivos sobre suas exportações associados à recuperação econômica dos países asiáticos.

A área do euro apresenta indicadores que sugerem trajetória de crescimento sustentado, favorecida pela reação das demandas interna e externa, com destaque para as economias alemã e francesa. Em face das perspectivas positivas em relação à continuidade do aquecimento da economia da região, em contexto de trajetória expansionista do agregado monetário M3 e de aceleração na variação dos índices de preços nos diversos países da região, o Banco Central Europeu deverá manter intensa vigilância sobre possíveis pressões inflacionárias subjacentes no próximo ano.

As economias emergentes asiáticas registram efetiva retomada do nível de atividade, com destaque para a Coreia do Sul, a China e a Malásia. A expansão econômica, que tende a se manter no próximo ano, tem sido favorecida, principalmente, pela recuperação comercial junto aos principais parceiros.

Na América Latina, permanecem incertas a recuperação da economia argentina, que enfrenta problemas fiscais relevantes, e do Chile, negativamente afetada pela evolução dos termos de troca. Adicionalmente, o crescimento na região tende a ser prejudicado pela tendência de sustentação dos cenários recessivos da Colômbia, Equador e Venezuela. Destaque-se, entretanto, o desempenho positivo da economia mexicana, favorecida pela evolução da economia dos Estados Unidos.

4 - Movimento de capitais

4.1 - Investimentos

Investimentos

	US\$ bilhões						
Discriminação	1998	1999					
			I Tri	II Tri	III Tri	Out	Nov
Estrangeiros	24,3	7,9	6,4	9,8	2,1	2,5	28,6
Diretos ^{1/}	26,1	7,7	5,4	9,6	2,1	2,3	27,1
Privatizações	6,1	4,1	1,0	3,3	0,0	0,3	8,6
Conversões	2,2	0,8	0,9	1,3	0,3	0,6	3,8
Demais	17,8	2,9	3,6	5,0	1,8	1,4	14,6
Carteira	-1,9	0,2	1,0	0,2	0,0	0,2	1,5
Brasileiros	-3,4	-0,7	0,6	-0,1	-0,8	-0,2	-1,2

1/ Inclui reinvestimentos.

Os investimentos estrangeiros diretos líquidos acumularam US\$ 27,1 bilhões no ano, até novembro, 15,6 % acima do montante registrado no mesmo período do ano passado. Esses recursos têm levado à progressiva redução da necessidade de financiamento externo, que, em termos anuais, passou de -1,12% do PIB, em novembro do ano passado, para 0,84% do PIB, em novembro desse ano. Entre agosto e novembro os ingressos mensais mantiveram-se acima de US\$ 2 bilhões.

Os investimentos em carteira, que em agosto apresentaram saídas líquidas, registraram ingressos líquidos de US\$ 326 milhões em setembro, com destaque para os influxos líquidos em fundos de renda fixa, parcialmente compensados por retornos de investimentos em ADR's, amparados pelo Anexo V da Resolução 1.289/87. Em outubro, observaram-se fluxos líquidos negativos de investimentos em ações (Anexos I a IV da Resolução 1.289/87) e captações líquidas em ADR's, que resultaram em ingressos líquidos de US\$ 8 milhões. Em novembro, registraram-se investimentos líquidos em ambos os ativos: US\$ 53 milhões em ações e US\$ 123 milhões em ADR's.

4.2 - Empréstimos e financiamentos

A demanda de fontes para o pagamento de obrigações de médio e longo prazos, assim como de transações correntes, manteve trajetória decrescente. As amortizações pagas em setembro e em outubro foram inferiores às amortizações mensais médias do primeiro semestre.

Usos e fontes de recursos externos

Discriminação	US\$ bilhões						
	1998	1999					
	I Tri	II Tri	III Tri	Out	Nov	Jan-Nov	
Usos	-67,2	-23,9	-16,8	-14,4	-5,1	-4,5	-64,9
Transações correntes	-33,6	-5,2	-7,0	-4,6	-2,4	-2,2	-21,4
Amortizações	-33,6	-18,7	-9,9	-9,9	-2,7	-2,3	-43,5
Empréstimos	-13,9	-12,8	-3,7	-4,0	-0,8	-0,8	-22,1
Públicos	...	-1,3	-1,2	-0,3	-0,1	0,0	-2,9
Privados	...	-11,6	-2,4	-3,7	-0,7	-0,8	-19,1
Financiamentos	-19,7	-5,9	-6,2	-5,8	-2,0	-1,5	-21,4
Públicos	...	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,1	-2,7
Privados	...	-5,2	-5,2	-5,3	-1,6	-1,4	-18,7
Fontes	67,2	23,9	16,8	14,4	5,1	4,5	64,9
Investimentos diretos ^{1/}	26,1	7,7	5,4	9,6	2,1	2,3	27,1
Investimentos em carteira	-1,9	0,2	1,0	0,2	0,0	0,2	1,5
Financiamentos de import.	23,5	4,7	4,0	4,2	1,2	2,3	16,3
Empréstimos de longo prazo	41,7	2,7	9,4	3,9	1,2	2,7	19,9
Capitais de curto prazo (líq.)	-27,3	-0,6	-2,1	-1,6	-0,2	-0,4	-4,8
Demais ^{2/}	-12,2	-1,2	-1,7	-0,6	-0,4	-0,3	-4,2
Var. de reservas (=aumento)	17,3	10,5	0,9	-1,2	1,2	-2,3	9,0
Reservas Líquidas	34,4	24,1	23,3	24,5	23,3	26,0	26,0
RLA (Memorandum)	34,4	24,1	23,3	24,8	22,2	20,6	20,6
Operações de regularização	9,3	0,0	8,5	0,0	-1,5	0,0	7,0
Liquidez internacional	44,6	33,8	41,3	42,6	40,1	42,2	42,2

1/ Inclui reinvestimentos.

2/ Inclui investimentos brasileiros no exterior, constituição de colateral, financiamentos brasileiros ao exterior, outros capitais, erros e omissões e obrigações do Banco Central.

Os desembolsos de financiamentos mantiveram comportamento estável. Os empréstimos registraram aumento em setembro e em outubro, decorrente de maiores colocações de *notes* e de *commercial papers* e pelo lançamento de bônus da República, que captou US\$ 532 milhões em setembro. Em outubro, houve novo lançamento de bônus da República, US\$ 2 bilhões, trocados por títulos de renegociação da dívida externa com valor de face total de US\$ 3 bilhões.

A trajetória de crescimento de captações manteve-se em novembro, quando observou-se expansão de desembolsos de empréstimos e de financiamentos. Houve ingresso de US\$ 2,3 bilhões de financiamentos, dos quais US\$ 1,1 bilhão relativo a crédito do BID. Os empréstimos de médio e longo prazos somaram US\$ 2,7 bilhões, crescimento de US\$ 1,5 bilhão em relação a outubro, devido principalmente à colocação de US\$ 1,3 bilhão de bônus da República. As captações de recursos por meio de *notes* registraram aumento de US\$ 72 milhões, enquanto as associadas a *commercial papers* e os empréstimos bancários elevaram-se US\$ 25 milhões e US\$ 193 milhões, respectivamente. Os empréstimos intercompanhias apresentaram retração de US\$ 113 milhões.

As amortizações de empréstimos diminuíram expressivamente, em função de menores pagamentos de *notes*, em outubro - quando observou-se aumento nas amortizações pagas a bancos comerciais, concentrado em pagamentos de empréstimos para repasse a empresas no país (Resolução 63), e de principal de empréstimos de bancos comerciais, em novembro.

As amortizações de financiamentos de médio e longo prazos registraram declínio em outubro e em novembro, o que deve se repetir em dezembro, já que neste mesmo mês do ano passado registraram-se reduções significativas de créditos de fornecedores e compradores, cujos pagamentos são, em geral, devidos em 12 meses.

4.3 - Conclusão

A redução na demanda por divisas e o acesso a fontes permanentes de financiamento têm diminuído, mais recentemente, as pressões sobre o câmbio levando, inclusive, à valorização da taxa. Os investimentos estrangeiros diretos têm-se mantido em patamar elevado, independentemente de privatizações, e superam, em termos anuais, o déficit de transações correntes.

Novas captações, por meio de bônus da República, com demandas superiores à oferta de títulos, têm revelado a retomada de importante fonte de financiamento, enquanto o aumento no volume e nos prazos médios das captações do setor privado demonstra situação mais confortável de financiamento do balanço de pagamentos em relação aos últimos meses. O montante de passivo externo com prazo médio entre um e dois anos amortizado neste ano implica, ademais, redução de demanda de recursos para os próximos meses.

5 - Preços

As taxas inflacionárias, que no primeiro trimestre registraram significativa elevação pelo impacto da desvalorização cambial, desaceleraram-se no período subsequente, com o esgotamento desse condicionante. Ao final do primeiro semestre e início do segundo, o ritmo inflacionário voltou a crescer, em virtude da majoração dos preços dos combustíveis, do reajuste das tarifas públicas e do encarecimento dos produtos agrícolas e dos medicamentos.

O movimento de elevação de preços do terceiro trimestre manteve-se em outubro e em novembro, em consequência do aumento dos preços agrícolas. Esse comportamento refletiu redução de oferta, provocada pela sazonalidade desfavorável da entressafra, pelo significativo aumento do volume das exportações e pelo baixo nível dos estoques desses produtos.

Índices gerais

Discriminação	Variação %				
	1999				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
Mensal					
IGP-10	1,4	1,6	1,5	1,5	2,2
IPA	1,8	2,1	2,2	2,3	3,0
IPC	1,0	1,0	0,4	0,3	1,0
INCC	0,3	0,5	0,8	0,9	1,1
IGP-M	1,6	1,6	1,5	1,7	2,4
IPA	2,0	2,2	2,2	2,5	3,3
IPC	1,1	0,7	0,4	0,6	1,2
INCC	0,4	0,5	0,8	0,8	1,2
IGP-DI	1,6	1,5	1,5	1,9	2,5
IPA	2,0	2,2	2,3	2,6	3,6
IPC	1,2	0,5	0,2	0,9	1,1
INCC	0,5	0,7	0,9	1,0	0,9

Fonte: FGV

5.1 Índices gerais

Os índices gerais de preços, calculados pela FGV, mantiveram, em outubro e em novembro, a trajetória ascendente do terceiro trimestre, pela aceleração dos preços no atacado e no segmento varejista. As variações dos índices de preços por atacado são explicadas pelos preços agrícolas, que registraram os maiores aumentos no período, e pelos preços industriais, pressionados pelas cotações das matérias-primas e pela desvalorização cambial. Em doze meses, até novembro, as taxas de variação do IGP-10, do IGP-M e do IGP-DI acumularam variações de 17,2%, 18,5% e 19,7%, respectivamente.

Mudança na estrutura de ponderação do IPC-Fipe

O Índice de Preços ao Consumidor do Município de São Paulo é calculado desde janeiro de 1939, sendo o mais antigo número-índice de inflação existente no país. Até 1968, foi calculado pela Prefeitura, quando foi transferido para o Instituto de Pesquisas Econômicas da Universidade de São Paulo, sucedido pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas - Fipe. Esse índice afere a variação dos preços das cestas de consumo das famílias com rendimento mensal de 1 a 20 salários mínimos.

Desde janeiro de 1994, o IPC-Fipe vem sendo calculado com base na ponderação obtida na Pesquisa de Orçamento Familiar (POF), realizada entre março de 1990 e fevereiro de 1991. A partir de janeiro de 2000, a estrutura de ponderação do IPC-Fipe será modificada e refletirá os resultados da Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) realizada em 98/99, que buscou incorporar as mudanças dos hábitos das famílias paulistanas.

A atualização periódica das estruturas de pesos dos índices é um procedimento regular, visto que os hábitos de consumo mudam ao longo do tempo. Entre os novos itens, que serão incorporados na coleta de preços da Fipe, estão os gastos com telefone celular, computadores, TV por assinatura e Internet.

O quadro a seguir apresenta os pesos dos principais grupos na composição do IPC-Fipe segundo a POF 90/91, utilizada para cálculo do índice de janeiro de 1994 a dezembro de 1999, e conforme a POF de 98/99.

Estrutura de ponderação - IPC-Fipe

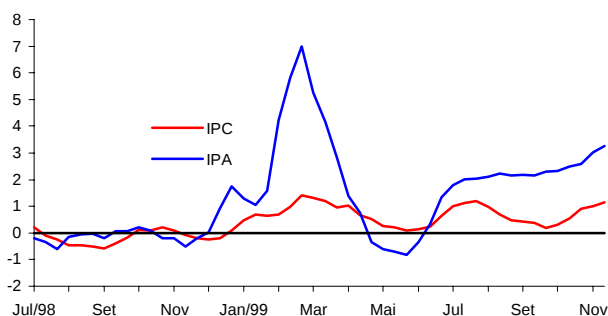
Grupos	POF (91/92)	POF (98/99)
Habitação	26,5	32,7
Alimentação	30,8	22,7
Transportes	12,9	16,1
Despesas pessoais	12,5	12,3
Saúde	4,6	7,0
Vestuário	8,6	5,3
Educação	3,9	3,8

Fonte: Fipe

Na nova estrutura de pesos, destaca-se o significativo aumento da participação das despesas com habitação e a menor participação dos grupos alimentação e vestuário, o que tornará o índice menos suscetível a sazonalidades, sobretudo de entressafra e de mudanças de estação. Além disso, no grupo transportes, o menor peso atribuído a "combustíveis", item fortemente influenciado por fatores externos, também contribuirá para diminuir as oscilações do indicador. Destaque-se ainda a maior proximidade da nova estrutura de pesos do IPC-Fipe com a do IPCA, alterada em agosto deste ano pelo IBGE.

Índices de preços encadeados

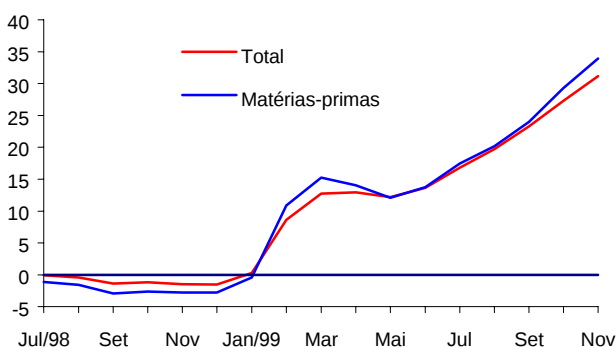
Variação % mensal



Fonte: FGV

IPA-DI: Bens de produção

Variação % em 12 meses



Fonte: FGV

No conceito de disponibilidade interna, o IPA foi mais influenciado pelos preços dos bens de produção, notadamente das matérias-primas, seguindo-se materiais de construção e máquinas, veículos e equipamentos. Nos bens de consumo, às pressões dos preços dos alimentos, reflexo do comportamento dos produtos agrícolas, somaram-se as dos preços dos automóveis, em virtude da recomposição tarifária associada ao fim do acordo automotivo que reduzira as alíquotas do IPI e, no Estado de São Paulo, também do ICMS. Isoladamente, as maiores elevações de preços ocorreram em café em coco, bovinos, suínos, aves, milho, cana-de-açúcar, açúcar, celulose, papel e papelão, álcool, automóveis, máquinas e equipamentos para a indústria e matérias plásticas.

5.2 - Índices de preços ao consumidor

Preços ao consumidor

Discriminação	Variação %				
	1999				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
Mês					
IPCA	1,1	0,6	0,3	1,2	1,0
IPC-Fipe	1,1	0,7	0,9	1,1	1,5
IPC-Br	1,2	0,5	0,2	0,9	1,1
Acumulado no ano (anualizado)					
IPCA	8,9	8,6	8,1	8,8	8,3
IPC-Fipe	6,3	6,7	7,2	7,9	8,1
IPC-Br	9,7	9,3	8,5	8,8	8,5
12 meses					
IPCA	4,6	5,7	6,3	7,5	8,6
IPC-Fipe	1,4	3,1	4,8	5,9	8,0
IPC-Br	4,9	6,0	6,4	7,2	8,6

Fonte: IBGE; Fipe e FGV

Os índices de preços ao consumidor registraram desaceleração ao final do terceiro trimestre, principalmente pelo esgotamento dos efeitos dos reajustes dos combustíveis e das tarifas públicas. Em outubro e em novembro, os impactos provenientes das majorações de preços da carne bovina, do frango, do açúcar, do álcool, da gasolina e de automóveis responderam pela maior parte das taxas no período. As taxas acumuladas em 12 meses, até novembro, situaram-se em 8%, para o IPC-Fipe e em 8,6%, para o IPC-Br e para o IPCA.

O descompasso recente entre a evolução dos preços por atacado e a dos preços ao consumidor tem sido interpretado, às vezes, como elemento que poderia potencializar a inflação a ser captada, no futuro próximo, pelos índices de preços ao consumidor.

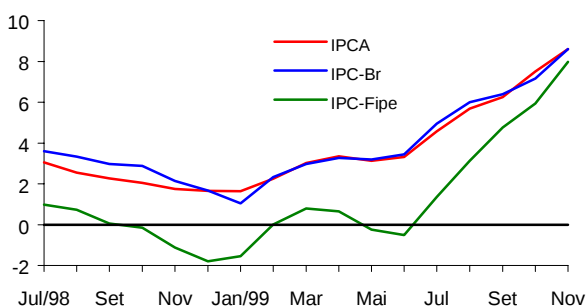
Principais influências nos índices de preços em novembro

Discriminação	%											
	IPCA			IPA-DI			IPC-BR			IPC-Fipe		
	Variação	Peso	Contrib.	Variação	Peso	Contrib.	Variação	Peso	Contrib.	Variação	Peso	Contrib.
Índice (A)	0,95	100,00	0,95	3,59	100,00	3,59	1,12	100,00	1,12	1,48	100,00	1,48
Itens												
Bovinos	5,00	2,84	0,14	4,23	7,16	0,30	4,44	2,47	0,11	4,55	4,50	0,20
Frango	8,00	0,93	0,07	10,79	1,30	0,14	5,98	1,01	0,06	10,95	1,64	0,17
Ovos	4,19	0,20	0,01	10,66	0,91	0,10	...	...	...	...	...	...
Suínos	...	...	...	11,18	1,21	0,13	7,65	0,23	0,02	...	...	...
Milho	...	...	...	17,74	1,91	0,34	...	...	...	...	...	...
Café em côco	...	...	...	32,50	1,20	0,39	...	...	...	...	...	...
Cana-de-açúcar	...	...	...	5,46	2,55	0,14	...	...	...	...	...	...
Mandioca	...	...	...	39,73	0,84	0,33	...	...	...	...	...	...
Laranja	...	...	...	33,76	0,85	0,29	...	...	...	...	...	...
Mamão	...	...	...	18,33	0,89	0,16	9,11	0,31	0,03	...	...	...
Açúcar	6,15	0,38	0,02	...	...	...	8,53	0,32	0,03	6,66	0,75	0,05
Álcool	30,33	0,69	0,21	15,01	0,97	0,15	36,93	0,69	0,25	33,59	1,46	0,42
Gasolina	4,60	3,44	0,16	...	...	...	4,37	3,07	0,13	5,18	3,07	0,16
Óleos combustíveis	...	...	...	6,97	1,32	0,09	...	...	...	...	...	...
Combustível em viagem	...	...	...	...	...	...	...	...	...	12,21	0,41	0,05
Automóvel novo	...	...	...	...	...	...	3,14	1,27	0,04	...	...	...
Vestuário	0,61	5,64	0,03	...	...	...	1,14	5,46	0,06	...	...	...
Total (B)	...	14,12	0,65	...	21,11	2,56	...	14,82	0,73	...	11,83	1,04
Partic. no índice (B/A)	...	...	0,68	...	...	0,71	...	...	0,66	...	...	0,71

Fonte: IBGE, FGV e Fipe

Preços ao consumidor

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE, Fipe e FGV

Cabe considerar a forte representatividade de itens comercializáveis com o exterior na composição dos índices de preços por atacado, itens que, por definição, são mais suscetíveis à absorção de choques exógenos de preços e aos efeitos da variação cambial. Por outro lado, a participação desses itens nos índices de preços ao consumidor é mais restrita, situando-se, por exemplo, no caso do IPCA, em 44%. Prevaecem nesse índice, bens e serviços não-comercializáveis (31,8%), como alimentos *in natura* e serviços, e administrados (24,2%), como as tarifas e serviços públicos, sujeitos à interferência governamental.

A análise da evolução dos preços ao início do real é elucidativa quanto à atual discussão a respeito da existência de inflação reprimida, no que se refere aos preços ao consumidor. Cabe lembrar que foram os preços dos

bens e serviços não-comercializáveis que exerceram as maiores pressões inflacionárias nos primeiros meses da implantação do real, quando acumularam ganhos em relação aos comercializáveis, cujos preços foram então influenciados pela apreciação da moeda nacional. Após a flutuação cambial no início de 1999, inversamente, a variação desses produtos tem sido bem inferior à média, tendo amortecido os efeitos do processo de alteração dos preços relativos desencadeado pela desvalorização do real.

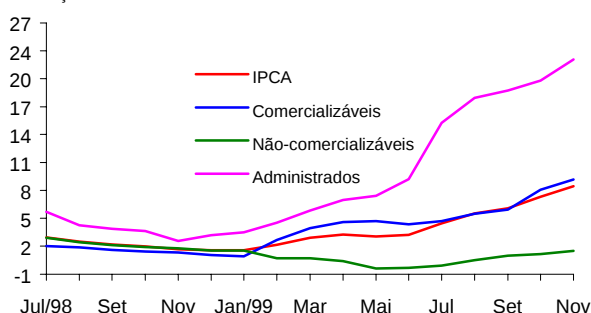
Nesse contexto, em que a reacomodação de preços tem ocorrido em detrimento dos preços não-comercializáveis, a convergência das taxas de variação dos índices deverá acontecer pela desaceleração mais acentuada dos preços por atacado, desde que isentos de influências exógenas como, por exemplo, elevação do preço do petróleo.

Considere-se ainda o maior grau de agregação dos produtos de consumo final, objeto de pesquisa dos índices de preços ao consumidor, relativamente à maior parte dos componentes dos índices de preços por atacado. Naqueles, a composição de custos guarda significativa participação de produtos e/ou serviços, cujos preços não são influenciáveis por variações cambiais, fatores externos ou sazonais. Portanto, não são suscetíveis a pressões de preços na mesma magnitude dos produtos pesquisados no segmento atacadista.

Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

Preços ao consumidor

Variação % em 12 meses



A aceleração do IPCA deveu-se, sobretudo, às altas dos preços dos alimentos e dos automóveis novos em outubro, que, isoladamente, constituíram-se na maior influência naquele mês. Esse impacto contribuiu também para a maior variação dos preços dos bens comercializáveis e foi ampliado, principalmente, pela especificidade da pesquisa desse índice, que considera os preços aferidos em tabela, não contemplando os descontos concedidos aos consumidores. Adicionalmente, contribuíram a

elevação dos preços dos alimentos industrializados, como açúcar e panificados, e dos semi-elaborados, como carnes e cereais. Em sentido

IPCA		Variação %				
Discriminação	1999					
	Jul	Ago	Set	Out	Nov	
Mês						
IPCA	1,1	0,6	0,3	1,2	1,0	
Comercializáveis	0,3	0,3	0,3	2,2	1,0	
Não-comercializáveis	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	
Administrados	5,9	1,6	0,6	0,8	1,9	

Fonte: IBGE

inverso, as quedas dos preços dos alimentos *in natura*, dos aluguéis e dos serviços pessoais permitiram que o conjunto de preços dos bens não-comercializáveis mantivesse baixas variações. No mês de novembro o IPCA foi impactado, principalmente, pelas altas de preços da gasolina e do álcool, que responderam por 0,37 ponto percentual do índice.

IPC-Fipe

A inflação paulistana, em outubro e em novembro, medida pelo IPC-Fipe, refletiu, basicamente, a trajetória das despesas com alimentação e com transportes, cujos aumentos mais significativos restringiram-se a poucos produtos. Cabe destacar que apenas os itens carne bovina, frango, açúcar, álcool e gasolina responderam por mais de 70% das variações do índice.

5.3 - Preços administrados

Os pesos dos itens administrados, que se constituem em bens e serviços cujos preços são regulamentados, direta ou indiretamente, pelos governos federal, estadual ou municipal, têm participação de aproximadamente 20% nos índices de preços ao consumidor.

É interessante ressaltar que, durante o ano de 1999, diversos fatores contribuíram para que os preços administrados tivessem participação expressiva na inflação mensurada pelos índices ao consumidor. Assim, no caso dos índices do IBGE essa participação atingiu cerca de 40%, enquanto no IPC-Fipe, aproximou-se de 50%.

A trajetória dos preços administrados durante o ano de 1999 deve ser considerada tendo em vista aspectos conjunturais que afetaram, de forma direta ou indireta, sua evolução. Assim, cabe observar que o expressivo aumento dos preços dos combustíveis decorreram da elevação das cotações internacionais do petróleo e da desvalorização cambial no ano, fatores cujos efeitos tendem a ser neutros, ou a atuar favoravelmente no

próximo ano. Em 1999, esses fatores impactaram fortemente os preços dos derivados do petróleo, que acumularam variações entre 51,3% (óleo diesel) e 182,3% (GLP), nas refinarias.

Para o consumidor, os impactos dos preços do petróleo traduziram-se em aumentos da gasolina e do gás de bujão em torno de 50% e 40%, respectivamente. Além disso, os custos com transportes urbanos, item entre os administrados com maior peso nos índices ao consumidor, foram pressionados pelos preços do óleo diesel.

Preços administrados: principais itens na composição das taxas de inflação em 1999 ^{1/}

Itens	IPCA			INPC			IPC-Fipe		
	Peso ^{2/}	Var. acumul.	Contrib. acumul.	Peso ^{2/}	Var. acumul.	Contrib. acumul.	Peso ^{2/}	Var. acumul.	Contrib. acumul.
Índice (A)	100,00	8,29	8,29	100,00	7,63	7,63	100,00	8,11	8,11
Transportes urbanos ^{3/}	4,28	14,25	0,55	7,84	13,74	0,91	4,80	15,09	0,68
Gasolina	3,44	50,79	1,47	1,84	50,91	0,68	3,07	52,54	1,30
Álcool	0,69	32,11	0,20	0,12	47,55	0,05	1,46	49,27	0,59
Gás de bujão	1,11	43,67	0,32	1,87	42,20	0,53	0,68	36,70	0,21
Energia elétrica	3,31	19,19	0,35	4,40	17,28	0,38	3,85	20,95	0,74
Telefone fixo	2,86	8,83	0,17	1,30	10,68	0,08	0,92	0,12	0,00
Taxa de água e esgoto	1,54	10,53	0,13	2,10	9,97	0,17	2,83	16,92	0,44
Total (B)	17,22	...	3,19	19,47	...	2,79	17,60	...	3,96
Participação (B/A)			0,38			0,37			0,49

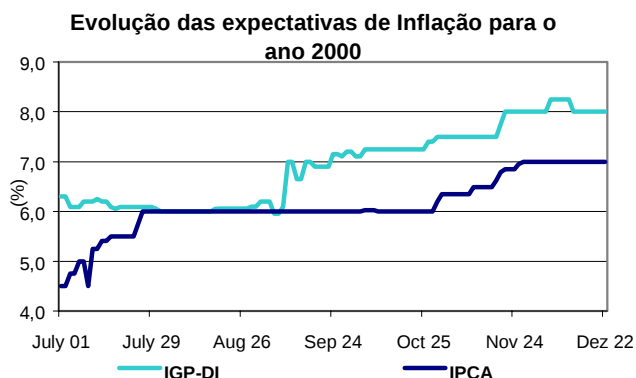
1/ Taxas acumuladas até novembro

2/ Pesos de novembro

3/ No INPC e IPCA refere-se a ônibus urbano

Energia elétrica, outro item com participação elevada na composição dos índices, teve suas tarifas majoradas em percentuais acima dos IPCs, resultado dos efeitos da desvalorização cambial sobre os custos de fornecimento e do crescimento do IGP-M, utilizado como parâmetro para reajuste das tarifas do setor. Ressalte-se que, para o ano 2000, os comportamentos esperados para o câmbio e para evolução dos índices gerais de preços tendem a contribuir para concessões de reajustes menores.

5.4 - Expectativas de Mercado



A expectativa do mercado quanto a trajetória da inflação no próximo ano é um tema relevante no que se refere à percepção dos fundamentos econômicos do país. O Banco Central, no contexto de maior interação com o mercado, realiza pesquisa diária, considerando amostra média de 70 instituições financeiras e consultorias, com vistas a antecipar as expectativas para a taxa de inflação, no ano 2000.

Considera-se como as expectativas de inflação do mercado, a mediana das projeções disponibilizadas pelas instituições financeiras e consultorias. Assim, para o ano 2000, a inflação esperada, medida pelo IPCA, após permanecer estável em 6% a.a., de agosto até meados de outubro, passou a 7% a.a. no início de dezembro, estabilizando-se nesse patamar.

Quanto aos índices gerais, em particular as expectativas relativas ao desempenho do IGP-DI, observa-se evolução semelhante à do IPCA, não obstante a alteração de patamar, de 6% a.a. para 8% a.a. tenha-se iniciado com antecedência de, aproximadamente, dois meses.

Embora as projeções dos índices tenham revelado ligeira alta no mês de novembro, mantêm-se significativamente abaixo do ocorrido no corrente ano, evidenciando a confiança do mercado na evolução favorável da economia brasileira no ano 2000.

5.5 - Conclusão

Em outubro e novembro, como no terceiro trimestre, os fatores inflacionários adversos foram predominantemente localizados e transitórios, especialmente no que se refere aos preços agrícolas. O esgotamento dos efeitos da entressafra permite traçar cenário favorável tanto para dezembro, não obstante as pressões sazonais de consumo, como para os primeiros meses do próximo ano, quando estarão delineados os resultados da próxima safra de verão e, conseqüentemente, a regularização da oferta de produtos agropecuários.

Assim, a expectativa é de substancial recuo das taxas de inflação a partir do mês de dezembro, o que vem sendo evidenciado pelas estimativas de mercado para os índices de preços. Para o ano de 1999, considerando-se as previsões para dezembro, as taxas acumuladas deverão situar-se próximas de 20%, para os índices gerais e de 9%, para os índices de preços ao consumidor. Para o primeiro trimestre do próximo ano, as estimativas sugerem tendência descendente para o comportamento dos índices de preços ao consumidor.

6 – Perspectivas para a inflação

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Comitê de Política Monetária (Copom) sobre o comportamento da economia brasileira desde o último Relatório, em setembro, assim como as perspectivas da inflação até o fim de 2001. As projeções aqui realizadas baseiam-se no pressuposto de que, nos próximos dois anos, a taxa básica de juros permanecerá inalterada em 19% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, no dia 15 de dezembro. É importante ressaltar que esse procedimento é estritamente técnico. Portanto essa hipótese não deve ser vista como previsão sobre a trajetória futura da taxa de juros.

As previsões de inflação e de crescimento do produto divulgadas por este Relatório não são pontuais, pois incorporam intervalos de probabilidade que explicitam o grau de incerteza presente no momento em que a decisão sobre a taxa de juros foi tomada. Além da hipótese de manutenção da taxa de juros, as previsões de inflação são decorrência de um conjunto de hipóteses, consideradas pelo Copom como sendo as mais prováveis, sobre o comportamento das variáveis econômicas relevantes, assim como os riscos associados às previsões. Essas hipóteses compõem o cenário básico, a partir do qual o Copom toma decisões sobre a taxa de juros. Ao expô-las, por meio deste Relatório, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua maior eficácia no controle da inflação, que é o seu objetivo precípuo.

O Brasil é o primeiro país cuja taxa de inflação consta de um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) como meta indicativa. Essa modificação, configura-se mais adequada no contexto do novo regime de metas para a inflação.

As metas acordadas no âmbito da quarta revisão do programa econômico com o FMI têm periodicidade trimestral e estão em consonância com a meta anual previamente estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional para o ano 2000, de acordo com o Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999. As metas trimestrais referem-se à taxa de inflação acumulada nos últimos 12 meses, medida pelo IPCA do IBGE. Os valores estabelecidos para cada trimestre do ano 2000 são de 7,5%, 7,0%, 6,5% e 6,0%, respectivamente. Além disso, foram definidas duas bandas em torno desses valores centrais. A primeira, banda estreita, compreende variações de até 1% para cima ou para baixo dos valores centrais, enquanto a segunda, banda larga, engloba variações de até 2%.

6.1 – Determinantes da inflação

Demanda agregada e oferta agregada

Desde o Relatório de setembro, houve modificações importantes no cenário econômico. A demanda agregada continua recuperando-se lentamente e não se constitui, no médio prazo, em fator de pressão sobre o nível de preços. Contudo, no último trimestre do ano, a economia sofreu choques negativos de oferta que não estavam contemplados no último Relatório e que mudaram, de maneira importante, o cenário para os próximos trimestres.

O primeiro choque foi o prolongamento da entressafra de produtos agropecuários em algumas regiões do País, com efeitos maiores do que o esperado no último Relatório. O segundo foi o aumento do preço do álcool combustível, decorrente da alta do preço internacional do açúcar. A elevação do preço do álcool também provocou, indiretamente, aumento do preço da gasolina. O terceiro choque foi o fim da redução do IPI sobre a venda de carros novos, em virtude da não renovação do acordo automotivo entre o governo e as montadoras de veículos. O aumento do imposto foi repassado para seus preços, que subiram em outubro. Apesar do impacto sobre a taxa de inflação, esse episódio foi útil ao mostrar uma idiossincrasia na metodologia de coleta de preços realizada pelo IBGE. Com efeito, esse aumento foi menor do que aquele capturado pelo IPCA porque o IBGE leva em consideração o preço de tabela, e não o preço efetivamente praticado, que inclui descontos. Além disso, o aumento foi integralmente incorporado em um único mês.

O resultado dessa conjunção de choques foi o salto verificado nos índices de preços ao consumidor desde outubro e não antecipado pelo último Relatório. Naquele mês, o IPCA registrou a maior elevação do ano, 1,19%. Cabe salientar que, pela natureza desses choques observados, seus efeitos sobre a inflação deverão ser apenas temporários. Isso significa que não existe recrudescimento do processo inflacionário.

Esse diagnóstico já pôde ser confirmado em novembro, cuja inflação (0,95%) apresentou queda em relação à de outubro. Espera-se que a inflação de dezembro seja ainda menor, pois os efeitos desses choques estarão sendo dissipados.

Contudo, o fator que inspira maior atenção, e que recentemente teve sua dimensão quantificada pelo Copom, é o comportamento dos chamados preços administrados. Esses preços englobam os serviços de utilidade pública que foram recentemente privatizados, como energia elétrica e telefonia. Os reajustes desses serviços têm sido bem maiores que a inflação medida pelos índices de preços ao consumidor, pois obedecem a cláusulas contratuais e não às condições de oferta e demanda (vide quadro sobre Preços Administrados).

Esse fator tem produzido efeitos não desprezíveis sobre a taxa de inflação e dificultado a condução da política monetária em 1999. Vale observar que, da variação total do IPCA, 8,29% entre janeiro e novembro, 3,5 pontos percentuais são diretamente devidos aos preços administrados.

No início do próximo ano a queda da inflação deverá acentuar-se em virtude de alguns eventos positivos. Os preços dos produtos agrícolas deverão cair com a entrada da nova safra. Da mesma forma, o preço da carne deverá apresentar significativa redução, refletindo o fim do período de entressafra. Com efeito, seu preço já começou a cair em dezembro, e a queda deverá acentuar-se nos próximos meses.

Outro fator que deverá ajudar na queda dos preços agrícolas é o comportamento da taxa de câmbio. No próximo ano o volume de vencimentos externos será inferior ao do ano em curso e o balanço comercial deverá mostrar recuperação mais sólida, com impacto positivo sobre o mercado de câmbio. Vale observar, contudo, que a recuperação do preço das mercadorias, iniciada recentemente, poderá neutralizar parte do efeito acima.

Por outro lado, a alta do preço do petróleo, que atingiu seu nível mais elevado desde a guerra do Golfo, deverá arrefecer ao longo do ano. Mantém-se aqui o cenário exposto no último Relatório, segundo o qual, no primeiro trimestre de 2000, o preço do produto ainda permanecerá alto por causa do inverno nos países industrializados. Findo esse período, a cotação deverá recuar, de modo que o petróleo deve ser fonte moderada de preocupação no próximo ano.

A queda da taxa de desemprego neste final de ano foi motivada por fatores sazonais. Dados dessazonalizados mostram que o desemprego continua elevado. O maior crescimento econômico previsto para o próximo ano deverá contribuir para a reversão da tendência de alta observada desde 1998.

A demanda agregada está se recuperando de maneira lenta, sem originar preocupações no tocante à inflação. Mesmo com a retomada projetada para a economia no próximo ano (vide leque de crescimento do produto), não se espera desequilíbrio entre a oferta e a demanda agregadas, em face da elevada capacidade ociosa da economia. Conforme observado no último Relatório, em 2000 a economia deverá beneficiar-se do aumento das exportações e da elevação do volume de crédito.

Os segmentos de bens de consumo duráveis, bens de capital e a construção civil, identificados no Relatório de setembro como tendo elevado potencial de crescimento no próximo ano, já ensaiam recuperação. Em outubro, a produção industrial apresentou bom desempenho, crescendo 1,6% em relação ao mês anterior. O setor de bens de consumo duráveis cresceu 4,2%, com destaque para o ramo de eletroeletrônicos (8,2%), dados dessazonalizados. O setor de bens de capital registrou elevação de 3,1%, dados dessazonalizados. A construção civil apresentou aumento de 2,9%.

O balanço comercial frustrou as expectativas iniciais formadas após a desvalorização do real e fechará o ano registrando déficit, embora em magnitude bem inferior ao do ano passado. Mesmo assim, espera-se que no próximo ano haja superávit. Três fatores justificam essa previsão. Primeiro, as experiências de diversos países e de desvalorizações passadas no Brasil mostram que os efeitos da desvalorização não são imediatos, mas distribuídos ao longo do tempo. Por exemplo, aqueles produtos que não eram exportados, mas que a desvalorização tornou a

alternativa rentável, demoram até conseguir entrar no mercado externo. Segundo, várias mercadorias cujos preços estiveram em queda desde a crise asiática já mostram sinais de recuperação. Terceiro, o maior crescimento da economia mundial, em especial da América Latina, deverá aumentar a demanda por produtos manufaturados nacionais, fortemente afetados pela conjuntura internacional adversa neste ano.

A política fiscal continua contribuindo para a manutenção da estabilidade de preços. Em 1999, as metas fiscais vêm sendo integralmente cumpridas, e espera-se comportamento semelhante para o próximo ano. Deve ser destacado que o expressivo superávit primário neste ano foi conseguido em ambiente de fraca atividade econômica e a despeito da redução dos recursos provenientes das concessões de serviços públicos na área de telecomunicações. Este ano essas receitas totalizaram R\$ 5,2 bilhões, valor R\$ 6,5 bilhões inferior ao arrecadado em 1998. Além disso, o desempenho fiscal tem contribuído para a redução do chamado risco Brasil.

Contudo, vale alertar que as eleições municipais do ano que vem implicam atenção redobrada no tocante aos gastos públicos. É essencial manter a austeridade, componente fundamental da política macroeconômica.

Economia internacional

O cenário externo ainda apresenta riscos, embora pareçam menores hoje, quando comparados àqueles vislumbrados no Relatório de setembro. A principal fonte de incerteza continua sendo a possibilidade de desaceleração brusca da economia dos Estados Unidos. Esse fato poderia ser causado por uma elevação da taxa de juros acima do esperado, ou pela queda acentuada da bolsa de valores, com efeitos indesejados sobre o consumo. Os dados mais recentes mostram que, embora o crescimento continue robusto e a taxa de desemprego permaneça em níveis historicamente baixos, a qualidade da expansão, motivada pela redução do déficit público, pelo aumento do nível de investimentos e por elevados ganhos de produtividade, sugere desaceleração paulatina para o próximo ano. Como já era esperado no último Relatório, o Federal Reserve aumentou a meta para a taxa dos fed funds em 0,25 ponto percentual, subindo para 5,50%, voltando ao nível vigente antes da crise russa. Para o próximo ano, espera-se aumento de 0,75 ponto percentual, já refletido nos mercados futuros.

Conforme observado no último Relatório, a recuperação da economia japonesa ainda é tênue. Esse diagnóstico foi corroborado pela divulgação do PIB do terceiro trimestre, que apresentou declínio de 1% após registrar forte crescimento no primeiro semestre. Esse fato não inviabiliza o cenário de crescimento previsto para o ano 2000, mas apenas recomenda cautela na análise. Nesse aspecto, vale notar que a demanda privada vem mostrando mais vigor e o novo conjunto de medidas de estímulo fiscal anunciado em novembro deverá incrementar a atividade econômica no próximo ano.

No sudeste asiático, em contrapartida, os países atingidos pela crise de 1997 mostram crescimento robusto, em especial, a Coreia e a Tailândia. A revitalização da região produzirá efeitos positivos sobre o comércio internacional e, em particular, sobre a economia japonesa. Visto que a região absorve parte das exportações brasileiras, seu comportamento favorece o balanço comercial.

De maneira similar, as perspectivas de crescimento da área do euro para o próximo ano mostram-se cada vez mais promissoras, à medida que os países da região vão apresentando aumento no nível da atividade econômica. Apesar de inesperada, a desvalorização do euro frente ao dólar tem contribuído para esse desempenho. O aumento do nível da atividade econômica na região levou o Banco Central Europeu a elevar a taxa de juros em 0,5 ponto percentual na penúltima reunião, mantendo-a inalterada na última, em 15 de dezembro. Não se descartam novas elevações para o próximo ano, principalmente se o euro continuar se desvalorizando, o que poderá aumentar a inflação. A Comissão Européia prevê crescimento de 3% para 2000, contra crescimento estimado de 2,1% em 1999.

Com a taxa de desemprego mais baixa desde a década de 70 e o acentuado crescimento da demanda doméstica (4,5% a.a. no segundo trimestre), o Banco Central da Inglaterra decidiu em sua última reunião atuar preventivamente sobre a taxa de inflação elevando a taxa básica de juros para 5,5% a.a.

Com relação aos demais países emergentes, a perspectiva para o ano 2000 também é de melhora no desempenho econômico, como atesta a recente elevação no preço dos títulos soberanos desses países. A esse respeito, vale destacar que as incertezas associadas à Argentina diminuíram consideravelmente após a eleição do novo presidente.

No geral, espera-se crescimento maior para a economia mundial e para os países da América Latina no ano 2000, com repercussões positivas sobre o preço das mercadorias e sobre a demanda por produtos manufaturados brasileiros. Dessa maneira, os riscos advindos do setor externo mostram-se de intensidade menor do que o esperado no Relatório anterior.

6.2 – Cenário principal: pressupostos e riscos associados

Apesar das recentes altas registradas em outubro e novembro pelos índices de preços ao consumidor, a economia não enfrenta recrudescimento do processo inflacionário. Em dezembro, a inflação deve registrar nova queda. Esse processo terá continuidade ao longo do primeiro trimestre de 2000, influenciado pela entrada da safra agrícola.

Do ponto de vista doméstico, o principal motivo de preocupação são os preços administrados, pois sua formação é desvinculada das condições de oferta e demanda (vide quadro sobre Preços Administrados). Os preços dos serviços cujo reajuste está parcialmente indexado a algum índice geral de preços poderão subir mais que a média dos demais preços ao consumidor, refletindo o comportamento dos índices gerais em 1999. Mesmo assim, seu impacto isolado sobre o IPCA deverá ser inferior ao visto no corrente ano. O cenário principal também pressupõe aumento moderado para os preços definidos pelos governos municipais, como o IPTU e tarifas de transportes urbanos, em função das eleições municipais a serem realizadas no próximo ano. No entanto, numa estimativa conservadora, somados os efeitos esperados de todos os preços administrados, equivalentes a um aumento médio de 9,2%, o impacto direto sobre a variação do IPCA em 2000 alcança 2,3 pontos percentuais.

O crescimento projetado para o próximo ano não deverá pressionar a inflação, tendo em vista o excesso de capacidade ociosa observado na economia, como consequência de dois anos de baixo crescimento do PIB.

Não se prevê, adicionalmente, choques advindos da evolução do preço dos alimentos. Para o próximo trimestre, espera-se queda nos preços de diversos

produtos, notadamente os de origem bovina, em função do final da entressafra. Ao longo do ano, entretanto, os preços agrícolas deverão ter efeito neutro na inflação. A safra do ano 2000 deverá ser semelhante à de 1999. Em contrapartida, o preço das mercadorias deverá subir moderadamente no mercado internacional no próximo ano, como decorrência do maior crescimento mundial. Esse fator tenderia a gerar pressões inflacionárias, mas deve-se considerar que os atuais índices de preços já incorporam o aumento de preços de alguns produtos, como café e soja. Em regra, o aumento do preço das mercadorias terá um efeito favorável sobre o balanço comercial, o que impacta positivamente o mercado de câmbio. Sendo assim, o cenário básico considera que os diversos efeitos acima tendem a compensar-se e a oferta agrícola não constitui risco para a inflação.

O cenário externo apresenta-se favorável para a evolução da taxa de câmbio. Espera-se melhoria do balanço comercial e manutenção ou mesmo pequena elevação no fluxo de capitais para o Brasil. Em relação ao balanço comercial, o maior risco percebido é o aumento do preço internacional do petróleo, já mencionado no último Relatório. O preço do barril pode atingir US\$ 27 no primeiro trimestre do ano e depois baixar para a faixa de US\$ 20 a US\$ 22, com o fim do inverno nas economias do hemisfério norte.

Se, por um lado, o aumento do preço internacional do petróleo as importações brasileiras, por outro as exportações serão favorecidas pelo maior crescimento da economia mundial projetada para o ano 2000. Esse crescimento global deve também levar a um aumento do volume e do preço internacional das mercadorias exportadas pelo Brasil.

O fluxo de capitais externos, outro fator relevante para explicar a trajetória da taxa de câmbio, está associado à evolução do risco Brasil. Os principais determinantes do risco Brasil são as condições de liquidez internacional, os resultados da política fiscal e a trajetória esperada para o saldo em transações correntes. Espera-se redução do déficit em transações correntes devido à melhora do balanço comercial discutida acima. Quanto à política fiscal, o cenário básico supõe a continuidade de obtenção de superávits primários, cumprindo integralmente as metas acordadas no Programa Econômico.

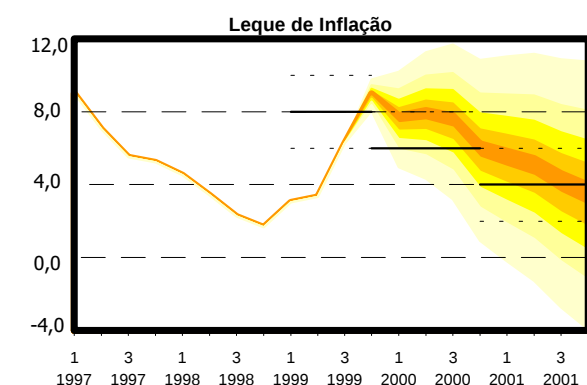
Em relação às condições de liquidez internacional, o principal risco percebido refere-se ao aumento da taxa de juros básica nos Estados

Unidos. Considera-se, com base nos mercados futuros, que a taxa dos fed funds elevar-se-á gradualmente dos atuais 5,50% a.a. para 6,25% a.a. no terceiro trimestre de 2000, em incrementos trimestrais de 0,25 ponto percentual.

No entanto, a superação do bug do milênio, o crescimento da economia mundial e, o que é muito importante para o Brasil, uma melhoria da percepção de risco dos países emergentes devem contribuir para aumentar a liquidez internacional no próximo ano, mais do que compensando os eventuais efeitos negativos associados à elevação da taxa de juros americana. Dessa forma, deverá ocorrer redução moderada do risco Brasil ao longo do próximo ano.

6.3 – Previsão da Inflação

Projeção da Inflação medida pelo IPCA, com juros constantes em 19% a.a.



(inflação acumulada em 12 meses)

IPCA com juros de 19% a.a.

Ano	T	Intervalo de Confiança						Projeção Central
		50%	30%	10%				
1999	4	8,6	8,7	8,8	9,0	9,1	9,3	8,9
2000	1	6,5	7,0	7,4	7,8	8,2	8,6	7,6
2000	2	6,4	7,0	7,5	8,1	8,6	9,2	7,8
2000	3	5,7	6,5	7,1	7,8	8,4	9,2	7,4
2000	4	3,8	4,7	5,5	6,2	7,0	7,9	5,8
2001	1	3,1	4,1	5,0	5,8	6,7	7,7	5,4
2001	2	2,4	3,5	4,5	5,4	6,4	7,5	4,9

Obs.: Inflação acumulada em 12 meses, em % ao ano. Os valores correspondem aos mostrados no leque de inflação com juros constantes de 19% a.a.

Com base nos pressupostos e riscos associados considerados pelo Copom e utilizando o conjunto de informações disponível, foi construída a projeção da variação do IPCA em doze meses utilizando taxa de juros constante de 19% a.a., definida na reunião do dia 15 de dezembro de 1999.

Essa projeção incorpora o impacto dos preços administrados da seguinte forma: primeiro, projeta-se a inflação condicional ao mesmo cenário mas sem qualquer hipótese sobre os preços administrados, o que equivale a admitir que eles evoluam como a média dos demais preços da economia; a seguir, para cada trimestre, calcula-se a diferença entre essa inflação projetada e a variação estimada fora do modelo para o conjunto dos preços administrados. Essa diferença, devidamente ponderada, é então acrescida ao modelo, formando uma sequência esperada de choques trimestrais, com sua distribuição de probabilidades de acordo com a avaliação do Copom.

Do mesmo modo que nos Relatórios anteriores, a trajetória esperada para a inflação é descendente para quase todo o período de previsão, sendo as quedas mais substanciais esperadas para o primeiro e o quarto trimestres de 2000. Note-se que, tanto para 2000 quanto para 2001, o intervalo de 30% de confiança em torno da mediana está quase todo contido no intervalo de tolerância para as respectivas metas anuais.

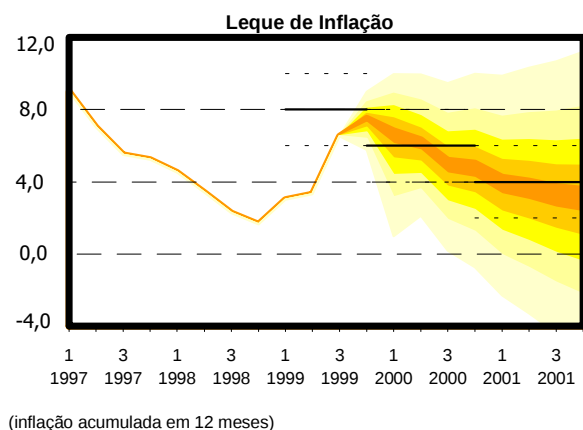
Cumprir alertar, porém, que essa trajetória esperada para a inflação implica riscos significativos para o cumprimento das metas indicativas trimestrais de junho e setembro no ano 2000. Isto deve-se a um efeito estatístico e à magnitude dos choques de preços administrados. A inflação acumulada em 12 meses deve cair no primeiro trimestre, pois a menor variação dos preços prevista para o início de 2000 estará substituindo a alta registrada no mesmo período do ano anterior. Já no segundo trimestre, mesmo que a inflação repita o desempenho positivo observado em 1999 (em que acumulou 1,06% entre abril e junho por força do choque favorável dos preços agrícolas), a variação em 12 meses tende a permanecer estável, ao invés de cair acompanhando a meta. No terceiro trimestre, a concentração de aumentos de tarifas de serviços públicos provoca alta da inflação, embora em menor intensidade do que no ano anterior, reduzindo a variação em 12 meses, mas talvez não o suficiente para evitar que o limite superior da banda estreita seja atingido. No entanto, a projeção para o final do ano 2000 situa-se um pouco abaixo da meta de 6%, posto que a elevada inflação do quarto trimestre de 1999 deverá dar lugar a uma inflação mais baixa no período correspondente de 2000.

Probabilidade de Ativar o Mecanismo de Consulta (%)

Ano	T	Programa Econômico (FMI)			
		Banda Larga		Banda Estreita	
1999	4	0,0	0,0	42,8	1,8
2000	1	9,8	25,3	27,7	11,1
2000	2	9,4	20,0	45,7	28,0
2000	3	12,8	22,8	48,8	33,8
2000	4	27,1	39,0	35,0	23,7

O quadro ao lado mostra as probabilidades de ativação dos mecanismos de consulta informal e formal (caso o desvio em relação à meta supere um ou dois pontos percentuais, respectivamente). Essas probabilidades estão implícitas no leque da inflação, ou seja, são condicionais ao modelo e ao cenário principal. Nota-se que o alerta mencionado no parágrafo anterior traduz-se em uma elevação expressiva das chances de haver uma consulta informal ao FMI no segundo e terceiro trimestres de 2000. Essas chances chegam a quase 50%, refletindo o fato de que a projeção central está muito próxima de um ponto percentual acima do valor da meta trimestral nesses dois períodos. A probabilidade de ultrapassar o limite superior da banda larga no terceiro trimestre é cerca de 34%.

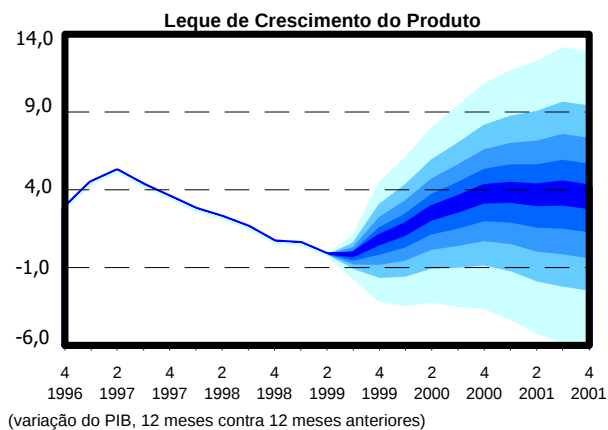
Projeção de IPCA do Relatório de Inflação - Setembro de 1999



Comparando a projeção atual com a do Relatório de setembro, aqui rerepresentada, nota-se uma elevação apreciável no nível de inflação para todo o período de previsão. Essa elevação deve-se, em primeiro lugar, aos choques de oferta ocorridos em outubro e novembro de 1999, e que, apesar de já terem sido detectados no último Relatório, não foram adequadamente quantificados. Além disso, a alteração decorre da reavaliação criteriosa dos impactos dos preços administrados e das demais modificações no cenário principal.

Os choques de oferta já observados devem trazer a variação acumulada do IPCA em 1999 para cerca de 8,9%, 1,5 ponto percentual acima da projeção central contida no Relatório de setembro, que era de 7,4% e embutia uma expectativa de inflação de 1,3% para o quarto trimestre. Em outubro e novembro, o IPCA aumentou 2,15%, sendo 1,07% por conta de apenas três itens (automóveis novos, carnes bovinas e álcool combustível). Excluindo esses itens e supondo que a inflação de dezembro seja da ordem de 0,56%, como implícito na projeção central corrente, o IPCA acumularia alta de 7,7% no ano e estaria dentro do intervalo de confiança de 30% apresentado no último Relatório. É exatamente a possibilidade de ocorrência de choques dessa natureza e intensidade que justifica a definição das metas com intervalos de tolerância relativamente grandes quando se trabalha com um índice de preços pleno, cuja variação nem sempre é uma descrição adequada do processo subjacente de formação dos preços na economia. Outros países que adotam o regime de metas para a inflação preferem utilizar uma medida de inflação depurada de itens tipicamente sazonais ou muito voláteis, com intervalo de tolerância menor.

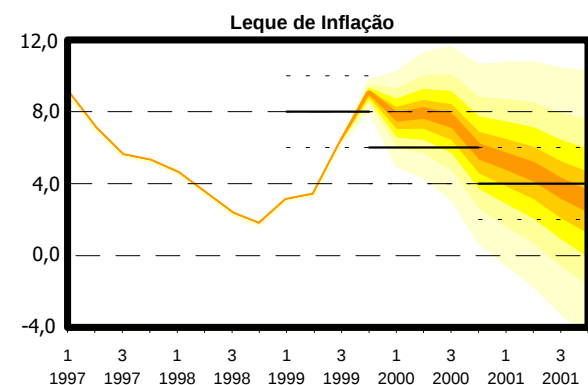
Variação do PIB com fixos de 19% ao ano



Apresenta-se, como no Relatório anterior, o leque de crescimento do produto construído com base nas mesmas hipóteses utilizadas no cenário principal do Copom. Vale enfatizar que os erros de previsão associados às projeções de crescimento do PIB são consideravelmente maiores do que no caso de projeções de inflação, tanto porque envolvem as trajetórias de dois componentes não observáveis diretamente, produto potencial e hiato, quanto porque o cálculo do produto é, por definição, mais

complexo e menos preciso do que o da inflação. A projeção central para o crescimento do produto em 2000 é de aproximadamente 3,5%, com a hipótese de taxa de juros constante em 19% a.a.

Projeção da Inflação medida pelo IPCA, com juros de mercado 1/



(inflação acumulada em 12 meses)

1/ Colhido em 16/12/1999 às 12:00h

IPCA com juros de mercado 1/

Ano	T	Intervalo de Confiança						Projeção Central
		50%	30%	10%				
1999	4	8,6	8,7	8,9	9,0	9,1	9,3	8,9
2000	1	6,5	7,0	7,4	7,8	8,2	8,7	7,6
2000	2	6,4	7,0	7,5	8,1	8,6	9,2	7,8
2000	3	5,6	6,4	7,0	7,7	8,4	9,1	7,3
2000	4	3,6	4,5	5,3	6,0	6,8	7,7	5,6
2001	1	2,8	3,8	4,7	5,5	6,4	7,4	5,1
2001	2	2,0	3,1	4,1	5,0	6,0	7,1	4,5

Obs.: Inflação acumulada em 12 meses, em % ao ano. Os valores correspondem aos mostrados no leque de inflação com expectativas de mercado.

1/ Colhido em 16/12/1999 às 12:00h.

Projeções para outros índices de inflação

Índice	Ano	Intervalos de Confiança						Projeção Central	Projeção Mercado 1/
		50%	30%	10%					
INPC	1999	7,6	7,9	8,1	8,3	8,6	8,8	8,2	8,2
	2000	2,7	3,7	4,6	5,4	6,3	7,3	5,0	6,5
IPC	1999	8,1	8,4	8,6	8,8	9,1	9,3	8,7	8,8
	2000	4,7	5,7	6,6	7,4	8,3	9,3	6,9	6,3
IGP-DI	1999	19,5	19,9	20,2	20,5	20,8	21,1	20,3	19,6
	2000	6,7	7,8	8,7	9,6	10,6	11,6	9,1	8,0
IGP-M	1999 2/	19,3	19,6	19,9	20,2	20,5	20,9	20,1	19,6
	2000	6,4	7,5	8,4	9,3	10,3	11,3	8,8	8,0

Obs.: Inflação acumulada no ano sob a hipótese de juros constante de 19%

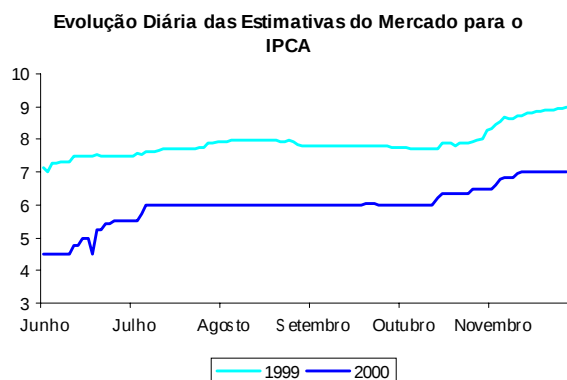
1/ Estimativas colhidas junto a mercado (70 instituições) em 21/12/1999

2/ Projeção feita no dia 21/12/1999

A título de ilustração, apresenta-se também o leque da inflação levando em conta as taxas de juros esperadas pelo mercado financeiro em 16 de dezembro, um dia após o Copom anunciar a manutenção da taxa básica de juros da economia em 19% a.a. O objetivo de utilizar as expectativas do dia seguinte à reunião do Copom é captar as reações do mercado à mais recente decisão sobre o principal instrumento da política monetária. A trajetória de juros esperada pelo mercado é positivamente inclinada ao longo do ano 2000, mas não se afasta tanto da linha de 19% a.a. a ponto de provocar alteração substantiva no leque de inflação. Voltamos a ressaltar que não se pode inferir, a partir da análise de um cenário específico, o impacto de mudanças na taxa de juros sobre a trajetória da taxa de inflação (vide quadro sobre Cenários no Leque de Inflação).

Além das trajetórias previstas para o IPCA, é interessante observar as projeções para os demais índices comumente divulgados, que resumem os resultados dos diversos modelos utilizados na análise do mecanismo de transmissão da política monetária, e compará-las com as do mercado, que representam a mediana das informações obtidas de aproximadamente 70 instituições financeiras e consultorias especializadas. Para 1999, as diferenças entre as duas projeções medianas são irrelevantes. Em relação a 2000, os analistas do mercado projetam um INPC maior e um IPC-Fipe menor. Quanto aos índices gerais, as projeções contidas neste relatório são superiores ao esperado pelas instituições pesquisadas. No entanto, cabe salientar que todos os resultados encontrados pelo mercado para os índices se encontram dentro do

intervalo de confiança de 50%. Comparando as projeções do segundo Relatório com as do terceiro, os números para o ano 2000 elevaram-se para todos os índices, mas particularmente para os índices gerais, dada a evolução dos preços no atacado.



O comportamento das expectativas de mercado para o IPCA pode ser visto no gráfico ao lado. Depois de terem ficado por vários meses na meta, as projeções para 2000 elevaram-se desde o fim de novembro para 7%, o que representa a mesma diferença prevista em relação à meta deste ano.

Preços Administrados

Observando o que aconteceu neste ano até novembro, notamos que a inflação medida pelo IPCA foi de 8,3%, enquanto os preços administrados subiram 19,2%. Mas o que vem a ser preço administrado?

No Brasil, costuma-se chamar de administrado o preço que é de alguma forma determinado ou influenciado por um órgão público, independentemente das condições vigentes de oferta e demanda. Na composição do IPCA, entram diversos preços administrados que pesam no bolso do consumidor. Os principais estão listados a seguir:

Preços determinados no âmbito municipal ou estadual:

- Gás encanado
- Imposto predial e territorial urbano – IPTU
- Taxas de emplacamento e licenciamento de veículos
- Taxa de água e esgoto
- Transporte público, incluindo as tarifas dos ônibus urbanos e intermunicipais, metrô e táxi

Preços determinados no âmbito federal:

- Derivados de petróleo, incluindo gasolina, óleo para veículos e gás de botijão
- Álcool combustível
- Tarifas de energia elétrica de consumo residencial
- Tarifas de telefonia e correios
- Transporte público, incluindo passagens de avião e de ônibus interestaduais
- Planos e seguros de saúde

A soma desses componentes do IPCA chega a mais de 25% do índice total, refletindo a sua importância nas despesas regulares dos consumidores com renda familiar entre 1 e 40 salários mínimos. Analisamos a seguir a formação de alguns desses preços administrados na esfera federal.

Os derivados básicos de petróleo têm seus preços fixados de acordo com a Lei nº 9.478, de 6.8.97, conhecida como Lei do Petróleo. Desde julho de 1998, a estrutura de preços adotada passou a incorporar três categorias: o preço de faturamento, o preço de realização para as refinarias da Petrobras e a parcela de preços específica (PPE). O preço de faturamento é o praticado na venda às distribuidoras, sendo fixado por portarias conjuntas dos Ministérios de Minas e Energia e da Fazenda. Os preços de realização sofrem alterações, em geral, mensalmente, acompanhando

o comportamento dos preços de derivados de petróleo similares no mercado internacional. A PPE, que é a diferença entre os preços de faturamento e de realização, serve para definir o relacionamento financeiro entre a Petrobras e seu acionista controlador, o Tesouro Nacional, na chamada “conta petróleo”.

Ocorre que, uma vez vendidos os derivados às distribuidoras, esses passam a ter seus preços determinados livremente nas etapas intermediárias entre as distribuidoras e o consumidor final. Esses preços livres são captados no IPCA e nos demais índices de preços ao consumidor, ao passo que os índices de preço no atacado captam o preço de faturamento. O IPCA captou aumento de 50,8% no preço da gasolina nos primeiros onze meses deste ano, mas os preços de faturamento acumularam alta de 62,2%, acompanhando a alta dos preços no mercado internacional. O mesmo deu-se com o preço do gás liquefeito de petróleo: foi reajustado em 61,8% para a Petrobras, mas somente em 43,7% para o consumidor (pelo IPCA).

As tarifas de energia elétrica são determinadas de acordo com os contratos assinados entre as empresas concessionárias e a Aneel (Agência Nacional de Energia Elétrica). O setor foi dividido nas atividades de geração, transmissão, e distribuição/comercialização. Para o consumidor, o que interessa é a distribuição. Os contratos, de forma geral, estabelecem um reajuste anual de tarifas na data de seu aniversário. Este reajuste da tarifa considera duas partes. A primeira inclui apenas custos exógenos à empresa, ou seja, aqueles sobre os quais a empresa não possui controle nem são passíveis de negociação. A segunda parte envolve os custos internos da empresa, corrigidos pelo IGP-M.

Além disso, os contratos também admitem revisões, que podem ser solicitadas a qualquer tempo pelas concessionárias, e têm o objetivo de assegurar o equilíbrio econômico-financeiro das empresas. Nessas revisões, as tarifas podem ser alteradas para mais ou para menos, pois são considerados os ganhos de produtividade, as estruturas de custos e receitas, as condições do mercado de energia e os níveis de preços observados em empresas similares no País. Em 1999, até novembro, a variação do item energia elétrica chegou a 19,2% no IPCA.

No setor de telecomunicações, as tarifas máximas permitidas são, de modo geral, reajustadas pela Anatel (Agência Nacional de Telecomunicações) de acordo com os contratos de concessão, levando em conta a variação do IGP-DI e os ganhos de produtividade, que diferem para cada concessionária e para cada modalidade de serviço. As tarifas captadas pelo IPCA são as de telefonia fixa e, mais recentemente, telefonia celular. Entre janeiro e novembro, elas tiveram alta de 8,8%. Note-se que, em virtude da concorrência no setor, as concessionárias nem sempre

cobram as tarifas máximas permitidas, o que explica algumas variações mensais negativas, como as registradas em abril e nos últimos três meses.

O processo de reajuste e revisão dos preços dos planos e seguros de saúde é coordenado pelo Ministério da Saúde, que analisa separadamente a proposta que cada empresa operadora apresenta, detalhando as variações de custos frente às necessidades de atendimento. O IPCA captou aumento de 7,9% nos planos e seguros de saúde em 1999.

Em resumo, os preços administrados, com variação de 19,2%, responderam em 1999 por boa parte da inflação medida pelo IPCA. Os bens comercializáveis com o exterior, cujos preços são afetados diretamente pela evolução da taxa de câmbio, mostraram alta de 9,4% no ano, enquanto os bens e serviços não-comercializáveis subiram apenas 1,5%.

No entanto, não se espera para o ano 2000 que os preços administrados continuem a exercer pressões tão significativas sobre a inflação. Em primeiro lugar, como foi visto acima, os itens derivados do petróleo foram os que mais contribuíram para o aumento do custo de vida em virtude do extraordinário aumento do preço internacional do petróleo, fato que dificilmente repetir-se-á em 2000. Caso os preços internacionais estabilizem-se em torno de US\$ 20,00 a US\$ 22,00 por barril do tipo Brent, os atuais preços domésticos dos derivados não precisarão ser alterados.

Os contratos de concessão dos serviços de utilidade pública serão cumpridos respeitando todas as suas cláusulas. Desde 1996, as tarifas de telefonia e energia elétrica tiveram variação superior à taxa de inflação do período, num processo de realinhamento e eliminação de subsídios cruzados que as trouxe para patamares compatíveis com a prestação eficiente dos serviços e com remuneração atraente para os investimentos nos dois setores. Mas, da mesma forma que as empresas concessionárias têm a prerrogativa de exigir uma revisão das tarifas no momento em que julgarem ter havido desequilíbrio financeiro em suas operações, cabe ao governo, por intermédio das agências reguladoras e de acordo com o previsto nos contratos de concessão, zelar para que não ocorra desequilíbrio para os consumidores desses serviços essenciais. Nesse sentido, destaca-se a recente ação da Aneel, que negou aumentos de tarifas a oito concessionárias com base no equilíbrio financeiro dos contratos.

Os Cenários no Leque de Inflação

Os leques de inflação apresentados no Relatório são construídos com base em uma trajetória para a taxa de juros básicos da economia, a taxa Selic. No entanto, em qualquer modelo macroeconômico, a inflação projetada não depende exclusivamente dos juros, mas também da evolução de algumas variáveis exógenas, ou seja, variáveis não determinadas pela dinâmica interna do modelo utilizado. Por isso, é necessário definir cenários que descrevam a evolução dessas variáveis e que sejam consistentes com a hipótese adotada para a trajetória de taxa de juros.

Os cenários são elaborados a partir do conjunto disponível de informações a respeito da economia doméstica e internacional. Em tese, podem ser construídos infinitos cenários, combinando as possíveis realizações das variáveis envolvidas. Na prática, as discussões concentram-se em três a cinco cenários. Entre estes, é selecionado o cenário principal, que o Copom entende como o mais provável e que norteará a análise e as conclusões apresentadas no Relatório, explicando a decisão de política monetária.

É essencial garantir a consistência entre todas as hipóteses adotadas em cada cenário. Para exemplificar, tomemos um modelo simples, em que a dinâmica macroeconômica é determinada simultaneamente por uma equação de demanda agregada (curva IS) e outra de oferta (curva de Phillips), envolvendo as variáveis inflação, hiato do produto e as taxas nominais de juros e de câmbio. Com apenas duas equações, não é possível resolver o sistema para as quatro variáveis. A taxa de juros, como principal instrumento de política monetária, é claramente uma variável exógena. Porém, a taxa de câmbio, num regime de flutuação, não pode ser considerada exógena. Acrescenta-se, então, uma condição de paridade para descrever sua evolução em termos do risco Brasil e do diferencial entre os juros domésticos e internacionais, todos exogenamente determinados neste exemplo.

A seguir, são definidos cenários para as variáveis exógenas. Um cenário para as taxas externas de juros seria o de que permaneçam constantes. O risco Brasil, por sua vez, está relacionado ao comportamento do saldo em transações correntes do balanço de pagamentos, da política fiscal, dos níveis de liquidez internacional e de choques. Caso conclua-se, por estudos prospectivos, que haverá grande melhoria nesses itens, o risco Brasil será decrescente. Este cenário, portanto, seria adequado para analisar-se o comportamento da inflação e do hiato do produto com juros domésticos em queda ou constantes. Mas não faria sentido com juros crescentes, pois estes dificultariam a obtenção de melhores resultados fiscais e piorariam a percepção de risco Brasil, contradizendo a hipótese anterior sobre a evolução do risco. O cenário para analisar juros crescentes precisa ser adequadamente modificado para manter a consistência com a hipótese sobre o risco.

Esse exemplo ajuda a entender por que, comparando dois leques de inflação, não se pode afirmar que a mudança na trajetória de inflação seja fruto apenas da alteração na taxa de juros, uma vez que o cenário também foi alterado.

Desvalorização Cambial e Inflação

A literatura sobre a relação entre a taxa de câmbio e o nível de preços tem crescido com vigor nos últimos anos, particularmente no tocante à relação entre desvalorização nominal e inflação. O tema tem ganhado importância por causa de dois fenômenos distintos. O primeiro é a queda generalizada das taxas de inflação nos países desenvolvidos, em especial, nos Estados Unidos, cuja economia tem apresentado desempenho surpreendente, aliando crescimento econômico duradouro, níveis historicamente baixos de desemprego e baixa inflação. Um dos fatores apontados como responsáveis por esse “enigma” é a valorização do dólar. Nesse caso, o impacto da taxa de câmbio sobre os preços é deflacionário. O segundo fenômeno é o abandono do regime de câmbio fixo em circunstâncias desfavoráveis, exemplificado pela crise asiática, em 1997, e pela desvalorização do real, em janeiro de 1999. Nesses casos, o impacto da taxa de câmbio sobre os preços é inflacionário.

Apesar de ambos os fenômenos terem pontos em comum, eles são qualitativamente diferentes. Enquanto no primeiro a taxa de câmbio é flexível, no segundo, ela era usada como âncora nominal. Nessa situação, a desvalorização cambial constitui-se em choque considerável sobre a economia, seja por seu caráter inesperado, por sua magnitude, geralmente elevada, ou pelo fato de a economia perder, pelo menos temporariamente, sua âncora nominal. Analisar-se-á, aqui, a segunda situação, com ênfase na experiência brasileira recente.

No começo do ano, quando o real sofreu desvalorização em meio a grave crise cambial, a expectativa da maioria dos economistas era de que a inflação voltaria com força, a exemplo do que já ocorrera no passado. Havia o receio de que a estabilidade econômica conquistada ao longo dos últimos quatro anos e meio, e a custo elevado, seria perdida da noite para o dia. A defesa do regime de câmbio fixo se apoiava, em parte, no temor de que qualquer desvalorização fosse anulada pela inflação, embora os desdobramentos da crise asiática já refutassem a validade desse argumento. Poucos meses após a flutuação cambial, as previsões iniciais provaram-se erradas, tanto em termos qualitativos como em termos quantitativos.

Recentemente, vários meses após a introdução do novo regime cambial, voltou-se a ouvir que a inflação havia retornado. A razão estaria nos aumentos da inflação no atacado, provocados pela desvalorização do real nos últimos meses, que a distanciaram ainda mais da inflação ao consumidor, em 1999. Seria apenas uma questão de tempo para que os aumentos no atacado passassem para o varejo, ou seja, haveria inflação reprimida na economia.

Na verdade, o equívoco analítico subjacente às previsões feitas no início do ano e àquelas mais recentes é o mesmo. Qualquer análise sobre a relação entre taxa nominal de câmbio e inflação

deve começar, necessariamente, pela definição do que é taxa real de câmbio. O câmbio real é um preço relativo fundamental da economia e mede a relação entre o preço dos bens internacionais e dos bens domésticos. Tradicionalmente, define-se taxa real de câmbio como $e = EP^*/P$, onde E é a taxa nominal de câmbio, P^* é o nível de preços internacional e P é o nível de preços nacional.

O preço dos bens internacionais pode mudar em decorrência de dois fatores: uma mudança na taxa nominal de câmbio e/ou uma mudança nos seus preços em moeda estrangeira. O Índice de Preços por Atacado (IPA), por conter maior proporção de bens comercializados internacionalmente, serve como aproximação para medir o nível de preço dos bens internacionais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), que mede com maior precisão o custo de vida, pois possui maior proporção de bens não comercializáveis internacionalmente, é adequado para medir preços de bens domésticos.

Este é o ponto de partida para entender por que o Plano Real causou expressiva valorização da taxa real de câmbio, gerando déficits elevados na balança comercial. A inflação doméstica não converge instantaneamente para a inflação internacional no momento em que a taxa de câmbio é fixada, em virtude da existência de rigidez de preços e salários na economia, que pode ser causada, por exemplo, pela indexação ou ajuste vagaroso das expectativas de inflação. No início do Plano Real, os preços dos bens domésticos continuaram a subir durante certo período. Por outro lado, os preços dos bens comercializáveis sofreram, rapidamente, os efeitos da maior abertura da economia para os bens importados e logo se estabilizaram. Assim, a valorização da taxa real de câmbio foi causada pelo maior aumento nos preços dos bens domésticos comparativamente aos dos bens internacionais, fenômeno registrado pelos índices de preços ao consumidor, que cresceram muito mais que os índices de preços ao atacado.

Dessa maneira, era de se esperar que depois da mudança do regime cambial os preços dos bens internacionais crescessem mais rapidamente que os dos bens domésticos, fenômeno inverso ao observado no início do Plano Real e que, por definição, é necessário para corrigir a sobrevalorização cambial. Cabe ressaltar que a taxa real de câmbio é uma variável endógena e que ao longo do tempo ela seria, necessariamente, corrigida. Isso de fato já vinha ocorrendo, uma vez que, a despeito do antigo regime cambial, no qual a taxa nominal de câmbio era desvalorizada cerca de 7% ao ano, foi registrada deflação na cidade de São Paulo em 1998.

Há farta evidência empírica de episódios de desvalorização cambial, tanto para países emergentes quanto para países desenvolvidos. A literatura, ao examinar os fatores que poderiam explicar a dimensão do repasse da variação cambial para a inflação doméstica sugere o seguinte: o nível de apreciação da taxa de câmbio real no momento anterior à desvalorização da moeda é inversamente proporcional à magnitude do repasse, enquanto o nível de inflação inicial é diretamente proporcional ao repasse.

Anexos

NOTAS DA 39ª REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (Copom)

Data: 22.09.1999

Local: Sala de reuniões do 8º andar do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília-DF

Horário de início: 17:55 h

Horário de término: 21:05 h

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Armínio Fraga Neto - **Presidente**

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Edison Bernardes dos Santos

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Darcy da Silva Alves

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang

Chefes de Departamento

Altamir Lopes - Departamento Econômico (**Depec**)

Carlos Yoshitaka Urata - Departamento de Operações das Reservas Internacionais (**Depin**)

Luís Gustavo da Matta Machado - Departamento de Operações Bancárias (**Deban**)

Alexandre Antonio Tombini – Departamento de Estudos e Pesquisas (**Depep**)

Eduardo Hitiro Nakao – Departamento de Operações de Mercado Aberto (**Demab**)

Demais participantes:

Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria e Secretário Executivo do Copom

Cláudia Safatle - Assessora de Imprensa (**Asimp**)

A Diretoria Colegiada analisou a evolução recente e as perspectivas da economia brasileira e da economia internacional no contexto do novo regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo Governo para a inflação.

Demanda e oferta agregadas

Os indicadores de demanda agregada apontam para um cenário de estabilidade. Os indicadores de inadimplência registram redução, enquanto se verifica estabilidade nos índices de confiança e nas expectativas do consumidor. As contas públicas mantêm trajetória de superávit. As taxas de desemprego permanecem estáveis, assim como o nível de emprego formal.

O faturamento real do comércio varejista na região metropolitana de São Paulo (RMSP) elevou-se 1,1% em julho. A contração de 2,3% no acumulado do ano reverte-se em expansão de 5,3%, com a exclusão do resultado das concessionárias de veículos. Nas regiões metropolitanas do Rio de Janeiro e de Belo Horizonte, o faturamento real acumula no ano redução de 4,5% e 12,7%, respectivamente. As vendas de autoveículos cresceram 2,3% em agosto, dados dessazonalizados, com redução de 24% no ano. Até julho, a importação de autoveículos reduziu-se 52,7%. Os estoques nas concessionárias situaram-se em patamar 12,8% superior ao de igual período de 1998. Os grupos de consórcio acumulam redução de 13,5% no ano até julho. As vendas industriais de eletroeletrônicos cresceram 0,7% em julho, dados dessazonalizados, acumulando redução de 18% no ano.

O consumo de energia elétrica elevou-se 3,2% em julho, com variações positivas de 3% no consumo comercial, de 2,8% no industrial e de 1% no residencial.

A taxa líquida de inadimplência de pessoas físicas registrada no Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) caiu na RMSP de 14,9% em julho para 7,8% em agosto. O percentual de cheques devolvidos em todo o País em julho (3,4%) e o nível de inadimplência (1,7%) em agosto no Teledata, referente à cidade do Rio de Janeiro, indicam estabilidade.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP), elevou-se em julho e manteve-se estável nos dois meses seguintes. O ICC de setembro chegou a 103,9, 30% acima do nível de maio último. O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (INEC), da Confederação Nacional da Indústria, caiu para 89,7 em julho.

O superávit primário do setor público consolidado atingiu R\$ 4,9 bilhões em julho, acumulando R\$ 20,4 bilhões no ano e superando em R\$ 4,8 bilhões o estimado no acordo com o FMI. O déficit nominal acumulado até julho chegou a 6,1% do PIB, sem considerar os efeitos da desvalorização cambial. Esse número pode ser comparado com o do mesmo período de 1998, de 6,7% do PIB, mostrando a efetividade do ajuste fiscal.

As exportações têm mantido a tendência de recuperação iniciada em maio. A quantidade exportada vem crescendo apesar dos preços historicamente baixos das principais mercadorias agrícolas. As importações vêm crescendo gradualmente nos últimos meses em função dos aumentos nos preços internacionais do petróleo. Entre janeiro e agosto, as exportações somaram US\$ 30,8 bilhões, 11,7% menos que em igual período de 1998, e as importações US\$ 31,5 bilhões, com queda de 15,5%. O déficit acumulado atingiu US\$ 706 milhões, contra US\$ 2,5 bilhões no ano anterior.

Entre janeiro e agosto, entraram liquidamente US\$ 20 bilhões em investimentos estrangeiros diretos e US\$ 14,4 bilhões em empréstimos de longo prazo, respondendo por 67% das necessidades de financiamento externo no período.

Do lado da oferta, a produção industrial recuou 3,5% no ano, até julho, com quedas mais acentuadas nos segmentos de bens de consumo duráveis e de capital. Destaca-se a expansão na indústria extrativa mineral: crescimento de 11% no ano e de 13,8% nos doze meses encerrados em julho. A indústria de transformação, porém, mostra quedas de 4,9% e 5,2% nos períodos correspondentes.

O nível de emprego formal não se alterou em julho, enquanto os rendimentos nominais médios permanecem em trajetória de queda no acumulado de doze meses. Isto explicita ausência de pressões relevantes do custo da mão-de-obra sobre os preços.

Ambiente externo

Nos Estados Unidos, o nível de atividade mantém ritmo vigoroso. As vendas no varejo elevaram-se 1,2% em agosto, 10,6% em relação ao mesmo período do ano anterior. Verifica-se a intensificação do desequilíbrio externo – o déficit em transações correntes atingiu 3,6% do PIB no segundo trimestre do ano, enquanto o saldo comercial em julho alcançou déficit recorde de US\$ 35 bilhões. A produção industrial elevou-se 0,3% em agosto, acumulando expansão de 2,5% no ano. O Índice de Preços ao Produtor em agosto variou 0,5%, enquanto o seu núcleo contraiu-se 0,1%. Os índices relativos às matérias-primas e aos produtos intermediários elevaram-se, respectivamente, 4,6% e 0,8%. O Índice de Preços ao Consumidor variou 0,3% em agosto e o seu núcleo 0,1%.

No Japão, verificou-se expansão anualizada do produto de 0,9% no segundo trimestre, relativamente ao trimestre anterior, com ajuste sazonal, ratificando o crescimento registrado no primeiro trimestre (8,1%). O consumo de energia elétrica pela indústria cresceu 3,9% em agosto, elevando-se 2,6% em relação ao mesmo mês de 1998. Ressalve-se que a recuperação do nível

de atividade pode enfrentar alguns constrangimentos advindos da tendência de valorização da moeda japonesa e da manutenção da sua política monetária. As vendas das lojas de departamentos decresceram 4,5% em agosto, relativamente a igual período do ano anterior. A taxa de desemprego manteve-se estável em 4,9% em julho. O índice de preços ao atacado voltou a apresentar deflação em agosto (0,5%).

A área do euro apresenta indicadores favoráveis, com sinais de recuperação econômica consistente, em cenário de inflação controlada. O Produto Interno Bruto (PIB) registrou crescimento de 0,3% relativamente ao trimestre anterior (1,3% anualizado) e de 1,5% em relação ao mesmo trimestre do ano precedente. A produção industrial aumentou 1,3% em julho, ante 0,6% em junho. A taxa de desemprego em julho reduziu-se de 10,3% para 10,2%. A taxa harmonizada de inflação (HICP) em agosto atingiu 1,2% no acumulado de doze meses.

O PIB na Alemanha elevou-se 0,2% no segundo trimestre, enquanto a produção industrial cresceu 1% em julho. No mesmo período, o PIB da França cresceu 2,4%, registrando aumento do consumo (2,4%) e do investimento fixo (4,1%). O Banco Central da Inglaterra assumiu postura preventiva e elevou a taxa de juros interbancária em 0,25 ponto percentual, para 5,25%, na reunião de 8 de setembro.

No Canadá, observa-se elevado nível de demanda agregada, com pressões no mercado de mão-de-obra e no nível de utilização da capacidade instalada, sugerindo possível elevação dos juros no curto prazo.

Na Argentina o governo divulgou projeção de contração do PIB em 3% para 1999. Observou-se crescimento dos depósitos em dólares no total do sistema bancário, enquanto as reservas internacionais apresentam tendência de queda.

Preços

Em agosto, os índices de preços captaram altas nos itens alimentos, medicamentos, combustíveis e tarifas públicas. Os índices gerais elevaram-se em função das altas, no atacado, dos preços de combustíveis e produtos agrícolas.

Agregados monetários e crédito

Desde julho, o saldo médio dos meios de pagamentos (M1) nos dias úteis tem-se mantido constante em nível próximo a R\$ 48 bilhões. O volume de crédito a pessoas físicas aumentou 7,7% entre

maio e julho. O crédito a pessoas jurídicas cresceu 1% em julho, após cinco meses de retração. Continua em desaceleração o nível de inadimplência do sistema financeiro privado. No sistema público, a inadimplência segue trajetória de queda, alcançando 11,4% em julho.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

A avaliação das perspectivas para a inflação tem início pela identificação de um conjunto de choques que possa produzir impacto sobre a trajetória futura dos níveis de preços. O conjunto de choques analisado desta feita pode ser resumido em dois itens.

O primeiro é o aumento dos preços internacionais do petróleo. Com a elevação esperada da demanda dos países desenvolvidos no período de inverno, que se estende do final do quarto trimestre deste ano até o primeiro de 2000, os preços, que já estão na faixa de US\$ 23 por barril do tipo *brent*, tendem a subir ainda mais, dado que a oferta atual não tem evitado a diminuição paulatina dos estoques mundiais.

O segundo é o aumento das taxas de juros dos E.U.A. no quarto trimestre de 1999. A economia americana não mostra sinais de desaceleração após os aumentos já ocorridos nos juros básicos. Analisando a taxa de crescimento do PIB no segundo semestre, constata-se que a queda não se deveu a reduções no consumo privado e sim a redução de estoques. As pressões no mercado de trabalho ainda são localizadas e vêm sendo compensadas por aumentos de produtividade, sem repasse para preços. No entanto, essa situação pode ser alterada com um choque externo, como um aumento nos preços do petróleo. Como medida preventiva para frear o ritmo de crescimento do consumo privado, é razoável supor novo aumento de 0,25 ponto percentual na meta para *fed funds* no curto prazo, fato já incorporado nos preços dos ativos financeiros.

Uma vez identificados os choques acima e tomando como base os dados macroeconômicos referentes a agosto e a prévia dos indicadores para setembro, foram construídos três cenários. Esses cenários variaram basicamente em função de diferentes hipóteses para a evolução do risco Brasil, medido pelo diferencial de remuneração entre os títulos soberanos da dívida externa brasileira e títulos do Tesouro dos Estados Unidos de prazo equivalente.

Tomando por base cada um dos cenários construídos, foram simuladas e apresentadas trajetórias de inflação para o conjunto de modelos disponíveis, valendo-se para tal exercício de diversas alternativas de trajetória de taxas de juros básicas (SELIC). Apresentaram-se, além das trajetórias previstas de inflação, os intervalos de confiança para cada período de previsão.

Dos exercícios de simulação, conclui-se que, nos cenários mais prováveis, a manutenção da taxa de juros no nível de 19,5% a.a. permite atingir com folga as metas para a inflação em 1999, 2000 e 2001.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

No dia 1º de setembro, o Copom estabeleceu a meta de 19,5% a.a. para a taxa SELIC, sem indicação de viés, mantendo-a constante pela primeira vez desde a sua implementação.

A decisão de manter a meta para a taxa SELIC em 19,5% a.a. foi bem aceita, um sinal de maior confiança na sustentabilidade da política monetária em vigor. A ratificação das expectativas de queda na inflação, o crescimento do superávit primário nas contas do setor público e o anúncio de redução na alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos à vista reforçaram o movimento de diminuição na estrutura das taxas de juros.

Entre os dias 2 e 22 de setembro, o balanço das operações com títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central mostra que se aprofundou a tendência de crescimento da participação relativa dos títulos de emissão do Tesouro Nacional na dívida mobiliária federal.

No período em análise, as operações de venda de LTN totalizaram R\$ 12,9 bilhões, contra R\$ 9,5 bilhões em resgates. Destaque-se, ainda, que, em comparação aos números registrados entre 29 de julho e 1º de setembro, o prazo médio das LTN vendidas cresceu e as taxas de rentabilidade diminuíram.

Com o intuito de girar o significativo volume de resgates de títulos cambiais previstos para setembro, foram vendidas NBCE com prazos acima de quinze meses e, para atender à demanda por proteção cambial dos participantes de mercado, foram ofertadas NBCE com vencimentos no primeiro semestre do próximo ano. Apesar da concentração de leilões no período, o incremento no estoque de NBCE em poder do público alcançou apenas R\$ 1 bilhão, com vencimentos bastante distribuídos.

No mercado aberto, a atuação do Banco Central junto aos *dealers* credenciados se caracterizou pela realização de operações compromissadas. Ao contrário do ocorrido nos sete meses anteriores, o Banco Central financiou a carteira de títulos em poder do mercado, em geral por um dia útil, com o intuito de nivelar a liquidez do sistema financeiro.

Diretrizes de política monetária

O Copom entende que não há pressões de oferta ou demanda sobre a inflação e as expectativas convergem para o cumprimento da meta neste ano. No ambiente interno, as expectativas melhoraram em relação às aquelas da última reunião. Do ponto de vista político, há mais segurança quanto ao encaminhamento das votações das reformas. O superávit fiscal de julho, que superou as metas acordadas com o FMI, dirimiu dúvidas a respeito das metas fiscais para este ano. Os detalhes do Orçamento Geral da União para 2000 ajudaram a consolidar a percepção de que é factível o cumprimento das metas fiscais para aquele ano, dando continuidade ao ajuste das contas públicas.

Do lado externo, a tendência é de conservadorismo dos investidores em relação ao posicionamento em mercados de economias emergentes. A expectativa, no entanto, é de que a economia mundial aumente o ritmo de crescimento nos próximos anos, favorecendo a recuperação das economias mais diretamente prejudicadas com as crises asiática e russa. Alguns sinais de melhoria começam a aparecer, como a queda recente no risco soberano e a retomada das emissões de papéis de empresas privadas brasileiras no mercado financeiro internacional. Mesmo assim, a perspectiva continua sendo de baixa liquidez no mercado doméstico de câmbio nos próximos meses.

Após avaliação dos riscos associados aos cenários interno e externo, e tendo em vista seus efeitos sobre a trajetória da taxa de variação do IPCA – índice estabelecido como referência das metas para a inflação, o Copom decidiu por unanimidade reduzir a meta para a taxa SELIC de 19,5% a.a. para 19 % a.a., sem indicação de viés, entendendo que essa decisão permite o cumprimento das metas para a inflação de 1999, 2000 e 2001.

Ao final da reunião, foi lembrado que o Comitê voltaria a se reunir em 06 de outubro de 1999, às 16:30 h, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do Copom, divulgado pelo Comunicado nº 6.438, de 28.10.1998, do Banco Central.

NOTAS DA 40ª REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (Copom)

Data: 06.10.1999

Local: Sala de reuniões do 8º andar do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília-DF

Horário de início: 17:50 h

Horário de término: 19:50 h

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Armínio Fraga Neto - **Presidente**

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Edison Bernardes dos Santos

Luiz Carlos Alvarez

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang

Chefes de Departamento

Altamir Lopes - Departamento Econômico (**Depec**)

Carlos Yoshitaka Urata - Departamento de Operações das Reservas Internacionais (**Depin**)

Miguel Arcanjo Neto - Departamento de Operações Bancárias (**Deban**)

Alexandre Antonio Tombini – Departamento de Estudos e Pesquisas (**Depep**)

Eduardo Hitiro Nakao – Departamento de Operações de Mercado Aberto (**Demab**)

Demais participantes:

Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria e Secretário Executivo do Copom

Cláudia Safatle - Assessora de Imprensa (**Asimp**)

A Diretoria Colegiada analisou a evolução recente e as perspectivas da economia brasileira e da economia internacional no contexto do novo regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo Governo para a inflação.

Demanda e oferta agregadas

Os indicadores de demanda agregada continuam mostrando cenário de estabilidade, contribuindo para a inexistência de pressões significativas sobre o nível de preços. As exportações vêm se

recuperando gradualmente. Até setembro, as exportações por fator agregado apresentaram recuperação nos segmentos de semi-manufaturados e de manufaturados, enquanto os produtos básicos apresentaram contração, considerando-se a variação nos últimos doze meses em relação ao mesmo período do ano anterior. As importações, por sua vez, vêm mantendo trajetória descendente em todas as categorias de uso, principalmente no setor de bens duráveis.

No ano, até setembro, as exportações decresceram 11,2% e as importações 16,9%, em comparação a idêntico período de 1998. Por fator agregado, a exportação de produtos básicos atingiu US\$ 9 bilhões, registrando contração de 13,3%, enquanto as vendas externas de produtos industrializados situaram-se em US\$ 19,7 bilhões, contraindo 11,1%, refletindo as quedas de 7,8% nos semi-manufaturados e de 11,9% em manufaturados.

No mesmo período, as importações de bens de capital atingiram US\$ 10 bilhões, registrando redução de 13%; o segmento de matérias-primas totalizou US\$ 17,5 bilhões, caindo 14%; os bens de consumo situaram-se em US\$ 5,4 bilhões, contraindo 32,3%; enquanto as compras de combustíveis e lubrificantes diminuíram 12,4%, totalizando US\$ 2,9 bilhões.

O faturamento real do comércio varejista na região metropolitana de São Paulo (RMSP) registrou queda de 1,6% em agosto, dados dessazonalizados, acumulando redução de 3,6% no ano. Não obstante, o segmento de bens de consumo não-duráveis vem apresentando bom desempenho, consubstanciado no crescimento de 1,5% no ano. No agregado, contudo, houve queda no faturamento real com bens de consumo, 1,4% no ano, em virtude da queda de 2,2% no faturamento com bens duráveis e de 5,7% com bens semi-duráveis. Os segmentos de comércio automotivo e de materiais de construção apresentaram, respectivamente, redução de 1,3% e de 4,7% no faturamento real em agosto. Vale notar que, excluindo as concessionárias de automóveis, o faturamento real do comércio varejista na RMSP apresentou aumento de 4,11% em agosto.

Com relação ao comércio atacadista, registrou-se diminuição de 0,63% no faturamento real entre janeiro e julho, enquanto as vendas reais nos supermercados reduziram-se 2,1% até agosto. Depois do pequeno crescimento registrado em julho, as vendas industriais no setor de eletroeletrônicos decresceram 4,6% em agosto, acumulando redução de 17,1% no ano.

Os indicadores relativos à oferta agregada mostram que a produção industrial cresceu 0,4% em agosto, dados dessazonalizados, embora, no ano, haja contração de 3,1%. No mês, observou-se expansão de 1% na indústria extrativa mineral e de 0,4% na de transformação. O segmento de bens de consumo registrou estabilidade, uma vez que a contração de 1% nos semi-duráveis e não-duráveis foi contrabalançada pelo bom desempenho do segmento de bens duráveis, que apresentou crescimento de 3,3%.

Segundo o IBGE, a taxa de desemprego aberto atingiu 7,68% em agosto, comparativamente a 7,54% em julho. A População Economicamente Ativa (PEA) cresceu 0,2%, refletindo as elevações de 0,05% no número de ocupados e de 2,06% na população sem ocupação.

A evolução do custo unitário do trabalho e da produtividade indicam ausência de pressões decorrentes do custo de mão-de-obra sobre a trajetória dos preços. O custo unitário do trabalho (folha de pagamentos na indústria dividida pelo valor da produção) registrou redução de 2,67% em julho, acumulando decréscimo de 13,6% no ano, em função do aumento de 2,65% no valor da produção e da estabilidade da folha de pagamentos. A produtividade (produção industrial física dividida pelas horas pagas na produção) elevou-se 0,48% no mês e 7,1% no ano.

Os rendimentos médios nominais reduziram-se 1,26% em julho, apresentando contração em todas as categorias. No acumulado do ano, verificou-se decréscimo de 0,71% no total dos rendimentos, ressaltando-se os ganhos registrados nas categorias de empregados com e sem carteira, de 0,2% e 4,57%, respectivamente.

A inadimplência está praticamente estável. A taxa líquida de inadimplência no SPC em São Paulo atingiu 8% em setembro, em comparação com 7,8% em agosto. No teledata, no Rio de Janeiro, a inadimplência registrou 1,9% em agosto, frente a 1,7% em julho.

Ambiente Externo

A economia dos Estados Unidos continua apresentando expansão robusta. No segundo trimestre, o crescimento anualizado do PIB foi revisado de 1,8% para 1,6%, mantendo-se, entretanto, o crescimento de 3,9% relativamente ao mesmo trimestre do ano anterior. A construção de imóveis apresentou crescimento anualizado de 3,92% e 0,36% em julho e agosto, respectivamente, dados dessazonalizados, enquanto o crédito ao consumo aumentou 7,9% em julho. O índice da Associação Nacional dos Gerentes de Compras (NAPM) subiu de 54,2 em agosto para 57,8 em setembro. Apesar da manutenção da taxa de juros em 5,25% a.a. pelo comitê federal de mercado aberto (FOMC), o quadro acima provocou mudança no viés da política monetária que passou de neutro para de alta, indicando provável aumento das taxas de juros, em consonância com os contratos futuros dos *fed funds*.

No Japão, o início de construções habitacionais cresceu 8,4% em agosto, quando comparado ao mesmo mês do ano anterior. A produção industrial aumentou 4,6% em relação a agosto do ano anterior. A taxa de desemprego, que estava em níveis historicamente altos, diminuiu de 4,9% para 4,7% de julho para agosto. Esses indicadores mostram que, a despeito das incertezas iniciais, a expansão verificada no primeiro semestre deve ser confirmada nos próximos meses. A melhoria nas expectativas

pode ser vista pelo Índice de Confiança Industrial (Tankan) da indústria manufatureira, que passou de -37 para -22. Mesmo em cenário de recuperação econômica os preços ao consumidor em Tóquio apresentaram contração de 0,1% em virtude da elevada capacidade ociosa da economia japonesa.

As perspectivas na Área do Euro continuam promissoras. Na Alemanha, houve aumento, em agosto, de 5,3% nas encomendas de máquinas e de 9,1% nas encomendas à indústria manufatureira, com relação ao mesmo mês do ano anterior.

Com relação à América Latina, o Equador encaminhou carta de intenções ao Fundo Monetário Internacional e anunciou o esquema de pagamentos dos juros vencidos relativos aos bradies, de US\$ 51,9 milhões em setembro, com um mês de atraso. O governo equatoriano está em negociação com os credores internacionais para reestruturação da dívida.

Preços

As variações positivas nos índices gerais de preços em setembro refletiram pressões dos preços por atacado. O IGP-10 e o IGP-M elevaram-se 1,49% e 1,45%, respectivamente. O IPA-M registrou maiores preços nos grupos bens de consumo não-duráveis (feijão, açúcar, carnes e aves) e bens de produção (soja, milho, cana-de-açúcar, celulose, papel e papelão, combustíveis e lubrificantes, metalurgia, fertilizantes, matérias plásticas, máquinas e equipamentos para a indústria e materiais de construção). A elevação dos preços das mercadorias agrícolas integrantes do IPA também concorreu para o crescimento dos índices no mês.

A aceleração do IPC-Fipe em setembro esteve associada ao aumento nos itens alimentos, vestuário, despesas pessoais, combustíveis (álcool) e tarifas públicas, não compensado pela retração nos preços dos remédios e produtos farmacêuticos.

O IPCA-E apresentou variação positiva de 0,47%, entre os dias 16 de agosto e 15 de setembro, em decorrência, principalmente, da elevação de preços nos itens alimentação, 0,15%, saúde e cuidados pessoais, 0,96%, e transportes, 1,16%.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

A avaliação das perspectivas para a inflação tem início pela identificação dos choques que possam produzir impacto sobre a trajetória futura dos níveis de preços. Considerando que decorreram somente duas semanas entre a 39ª e esta reunião do Copom, mantiveram-se os principais choques

identificados naquela ocasião, quais sejam, o aumento no preço internacional do petróleo e a elevação da meta para os *fed funds* para 5,5% a.a. no quarto trimestre de 1999.

Identificados os choques acima e tomando como base os dados macroeconômicos referentes a agosto e a prévia dos indicadores para setembro, foram construídos dois cenários. Esses variaram, basicamente, em função das diferentes hipóteses de evolução do risco Brasil, medido pelo diferencial de remuneração entre os títulos soberanos da dívida externa brasileira e títulos do Tesouro dos Estados Unidos de prazo equivalente.

Considerando-se cada um dos cenários construídos, foram realizadas simulações das trajetórias de inflação para o conjunto de modelos disponíveis, valendo-se para tal exercício de diversas alternativas de trajetória de taxas de juros básicas (Selic). Além das trajetórias previstas de inflação, também foram apresentados os intervalos de confiança para cada período de previsão.

Dos exercícios de simulação mantém-se a conclusão do recente Relatório de Inflação: a manutenção da taxa de juros em 19,0% a.a. permite atingir com folga as metas para a inflação em 1999 e 2000.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

Em sua última reunião ordinária, ocorrida no dia 22 de setembro, o Copom fixou a meta para a Taxa Selic em 19,00% a.a., sem indicação de viés. A redução de meio ponto percentual ratificou as expectativas do mercado, que levaram em consideração o bom desempenho das contas do setor público e a confirmação de queda dos índices de preços.

Com relação à condução da política monetária no período compreendido entre os dias 23 de setembro e 6 de outubro verifica-se, por meio das operações com títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central, a consolidação da política de elevação da participação relativa dos títulos de emissão do Tesouro Nacional na dívida mobiliária federal em poder do público.

Nesse período, as vendas de LTN somaram R\$ 8,1 bilhões, contra R\$ 5,7 bilhões em resgates. Destaque-se que, comparativamente ao que se registrou entre os dias 3 e 21 de setembro, o prazo médio das LTN colocadas aumentou. O resgate líquido de NBCE foi praticamente nulo, sinalizando a ausência de necessidade adicional de *hedge* cambial. Esta avaliação é confirmada pelo registro de baixa razão demanda/oferta.

No mercado aberto, desde os últimos dias de setembro, em virtude da liberação de recolhimentos compulsórios sobre recursos à vista e do resgate líquido de títulos federais em poder do mercado, observa-se excesso de reservas bancárias sobre as exigibilidades.

Em outubro, houve declínio de R\$ 1,9 bilhão do exigível do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista. As taxas de juros das operações ativas refletirão futuramente a queda da alíquota de 75% para 65%. O compulsório é um dos componentes do *spread* bancário, ao qual se acrescentam a inadimplência, a cunha fiscal, e os custos administrativos.

Diretrizes de política monetária

A análise do quadro supracitado, em especial dos indicadores de demanda e oferta, permite concluir que, em consonância com os riscos identificados no cenário principal, não são esperadas pressões sobre a taxa de inflação que possam ameaçar as metas estabelecidas de inflação para os próximos anos. No entanto a decisão do Supremo Tribunal Federal, que considerou inconstitucional a cobrança da contribuição previdenciária dos inativos da União e o aumento progressivo da alíquota de contribuição dos funcionários da ativa provocou choque inesperado nas expectativas em relação ao ajuste fiscal. O Copom considerou que esse fato pode afetar o desempenho da inflação futura e, portanto, exige cautela por parte da autoridade monetária. Ainda assim, no curto prazo, o bom resultado das contas do setor público é inquestionável.

Do lado externo, continua o ambiente de restrição de liquidez apesar de alguns bancos estarem começando a retomar captações. Em contrapartida, o déficit em transações correntes continua sendo integralmente financiado por investimentos diretos.

Avaliados os riscos associados aos cenários interno e externo e seus efeitos sobre a trajetória de variação do IPCA – índice que representa a meta para a inflação – o Copom decidiu, por unanimidade, manter a meta para a taxa Selic em 19% ao ano. Decidiu-se também estabelecer viés de baixa para a taxa de juros na medida em que uma eficaz resposta fiscal à perda da contribuição dos inativos poderá reverter as expectativas com impacto favorável na inflação futura.

Ao final da reunião, foi lembrado que o Comitê voltaria a se reunir em 10 de novembro de 1999, às 16:30 h, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do COPOM, divulgado pelo Comunicado nº 6.438, de 28.10.1998, do Banco Central.

NOTAS DA 41ª REUNIÃO DO COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (Copom)

Data: 10.11.1999

Local: Sala de reuniões do 8º andar do Edifício-Sede do Banco Central – Brasília - DF

Horário de início: 17:15 h

Horário de término: 21:20h

Presentes:

Membros da Diretoria Colegiada

Armínio Fraga Neto - **Presidente**

Carlos Eduardo de Freitas

Daniel Luiz Gleizer

Edison Bernardes dos Santos

Luiz Carlos Alvarez

Luiz Fernando Figueiredo

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang

Chefes de Departamento

Altamir Lopes - Departamento Econômico (**Depec**)

Daso Maranhão Coimbra - Departamento de Operações das Reservas Internacionais (**Depin**)

José Antônio Marciano - Departamento de Operações Bancárias (**Deban**)

Alexandre Antonio Tombini – Departamento de Estudos e Pesquisas (**Depep**)

Eduardo Hitiro Nakao – Departamento de Operações de Mercado Aberto (**Demab**)

Demais participantes:

Alexandre Pundek Rocha - Consultor da Diretoria e Secretário Executivo do Copom

Claudia Safatle - Assessora de Imprensa (**Asimp**)

A Diretoria Colegiada analisou a evolução recente e as perspectivas da economia brasileira e da economia internacional no contexto do novo regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo Governo para a inflação.

Demanda e oferta agregadas

Os indicadores de demanda agregada mostram cenário de estabilidade, mas as perspectivas para os próximos meses são de retomada do crescimento econômico. Vários fatores permitem antever essa retomada: a recuperação das exportações, a redução das taxas de juros praticadas no

comércio e a ampliação do volume de crédito bancário. Esse cenário vem sendo ratificado pelas expectativas favoráveis manifestadas nos índices de confiança do consumidor.

As estatísticas de vendas apresentaram estabilidade. Em setembro, o faturamento real do comércio varejista na região metropolitana de São Paulo apresentou comportamento neutro. No ano, porém, excluídos os fatores sazonais, registra-se contração de 3,7%. No grupo bens de consumo, ocorreu crescimento nos segmentos de bens duráveis (0,3%) e não-duráveis (0,4%) e diminuição no segmento de bens semi-duráveis (3,4%). Ressalte-se o bom desempenho do setor de materiais de construção (3,4%). O faturamento real no segmento automotivo elevou-se 0,5%, com destaque para as concessionárias (2,4%).

As vendas nos supermercados cresceram 17% (em termos nominais) em relação a setembro do ano anterior e, no ano, aumentaram 6%. Na mesma base de comparação, o faturamento nominal do comércio atacadista aumentou 7% e 11,7%. As vendas industriais de eletroeletrônicos registraram expansão de 0,7% no mês e decréscimo de 15,6% no ano, dados dessazonalizados. Em outubro, observou-se redução de 9,7% nas vendas de autoveículos e crescimento de 8,1% nas vendas de máquinas agrícolas, dados dessazonalizados.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP), mantém trajetória ascendente, apesar de ter registrado deterioração das expectativas e das condições econômicas atuais em outubro. O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (INEC), da Confederação Nacional da Indústria aumentou em setembro, indicando a elevação da propensão ao consumo, principalmente em decorrência de melhores expectativas em relação às rendas geral e pessoal.

Os níveis de inadimplência no sistema financeiro privado e público têm-se mantido estáveis ao longo do ano. A taxa líquida de inadimplência de pessoas físicas registrada pelo Serviço de Proteção ao Crédito (SPC) na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP) atingiu 8,5% em outubro, ante 8% observado em setembro. O nível de inadimplência na cidade do Rio de Janeiro, mensurado pelo Teledata, situou-se em 1,6% em outubro, comparativamente a 1,8% no mês anterior. O nível de inadimplência junto ao comércio atacadista (recebimentos em atraso como proporção do faturamento) cresceu de 4,1%, em agosto, para 4,5%, em setembro.

O superávit primário do setor público consolidado (critério de desempenho) situou-se em R\$ 5,4 bilhões em setembro, tendo sido registrado resultado positivo em todas as esferas governamentais. No ano, o superávit primário totalizou R\$ 30,4 bilhões, superando em R\$ 6,6 bilhões a meta fiscal acordada com o Fundo Monetário Internacional (FMI) para o período. As Necessidades de Financiamento do Setor Público, conceito nominal, de acordo com a metodologia tradicional,

apresentaram superávit de R\$ 238 milhões, enquanto segundo a metodologia alternativa, na qual o impacto das desvalorizações cambiais sobre a dívida pública indexada ao câmbio é apropriado pelo conceito de caixa, atingiram R\$ 598 milhões.

O saldo comercial acumulado no ano, até outubro, registrou déficit de US\$ 927 milhões, comparativamente a US\$ 5 bilhões no mesmo período do ano anterior. Os índices de preços das exportações, que explicam a redução de 9,5% do valor exportado, apresentam tendência de recuperação. Na mesma base de comparação, as importações atingiram US\$ 40,3 bilhões, contração de 17,1%, com destaque para as reduções de 15% e de 13,7% nas categorias bens de capital e matérias-primas. Por fator agregado, a exportação de bens manufaturados e semi-manufaturados apresenta trajetória ascendente desde julho, enquanto a de produtos básicos se recupera de forma menos acentuada.

O impacto da elevação dos serviços de fatores em 1999, principalmente dos juros, sobre a evolução do saldo das transações correntes tem sido mais que compensado pela redução dos dispêndios com transportes e viagens internacionais. Esse cenário tende a favorecer a recuperação das contas externas nos próximos meses.

Com relação aos indicadores de oferta agregada verifica-se, em setembro, estabilidade da produção industrial, que expandiu 0,1% em setembro, na série ajustada sazonalmente. No ano, a produção industrial acumula contração de 2,6%. A produção de bens de capital cresceu 0,67%, mas as outras categorias apresentaram redução, principalmente, os bens duráveis (1,3%). Considerando-se os setores industriais, foram observadas elevações acentuadas na utilização da capacidade instalada em minerais não metálicos, de 77%, em julho, para 81%, em outubro; em mecânica, de 72% para 76%; em material elétrico e de comunicações, de 69% para 75%; em perfumaria, de 77% para 90%; e em matérias plásticas, de 76% para 83%.

Em julho, o custo unitário do trabalho (CUT), definido como a folha de pagamentos na indústria dividida pelo valor da produção, elevou-se 0,18%, em função dos aumentos de 0,18% no valor da produção e de 0,35% na folha de pagamentos. A produtividade (produção industrial física dividida pelas horas pagas na produção) aumentou 1,32%. No ano, o CUT acumulou redução de 14,2%, enquanto a produtividade elevou-se 5,74%.

Os rendimentos médios nominais cresceram 0,19% em agosto, apresentando redução de 0,52% no ano. No acumulado do ano, por categoria, verificou-se elevação nos rendimentos dos empregados com carteira, 0,41%, e sem carteira, 4,47%.

A taxa de desemprego aberto atingiu 7,37%, em comparação com a 7,68% em agosto. Destaque-se a elevação mais que proporcional do número de ocupados, 1,05%, relativamente à elevação

ocorrida na População Economicamente Ativa (PEA), 0,7%. A população sem ocupação reduziu-se 3,45%.

Ambiente Externo

O PIB dos Estados Unidos apresentou crescimento anualizado de 4,8% no terceiro trimestre em relação ao trimestre anterior, dados dessazonalizados, ratificando a manutenção do longo ciclo de expansão da economia. Apesar da taxa de desemprego ter caído de 4,2% em setembro para 4,1% em outubro, o cenário de estabilidade de preços permanece. Em setembro, o índice de preços ao consumidor (IPC) elevou-se 0,4%, acumulando alta de 2,6% nos últimos doze meses. Já o núcleo inflacionário do IPC, que exclui variações de preços de energia e alimentos, elevou-se 2,1%. O índice de preços ao produtor apresentou alta de 11,6% no segmento matérias-primas e de 2,4% no segmento bens intermediários, em doze meses até outubro. A produção industrial contraiu-se 0,3% em setembro, queda atribuída aos efeitos do furacão Floyd sobre a atividade econômica na costa leste do país. O índice da Associação Nacional dos Gerentes de Compras (NAPM) situou-se em 56,6 em outubro, ante 57,8 registrados em setembro. A construção de novos imóveis apresentou redução de 3,23% em setembro e de 0,48% em agosto. O volume de crédito ao consumidor registrou expansão de 5,2%, em agosto.

O Japão registrou redução de 6,4% no superávit em conta corrente, o que pode ser associado à recuperação da atividade econômica. Em setembro, a taxa de desemprego situou-se em 4,6%, ante 4,7% em agosto. Além disso, houve elevação de 10,4% na quantidade importada. A produção industrial decresceu 0,8%, dados dessazonalizados, enquanto o início de novas construções habitacionais elevou-se em 10,5%, em relação ao mesmo mês do ano anterior.

O Banco Central Europeu (BCE) elevou a taxa de juros básica de 2,5% para 3% anuais. A decisão do BCE foi motivada pela expansão, nos últimos 12 meses findos em setembro, de 6,1% do M3, contra meta anual de 4,5% para 1999 (média móvel de três meses), bem como pela aceleração dos índices de preços ocorrida em diversos países. A produção industrial cresceu à taxa anualizada de 2,5%, em setembro. O índice de preços ao consumidor harmonizado (HCPI) permaneceu estável entre agosto e setembro, acumulando 1,2% em doze meses. O índice de preços ao produtor (PPI) elevou-se 0,3% em agosto.

Preços

Em outubro, as elevações nos índices de preços por atacado continuaram a pressionar os índices gerais de preços, com destaque para a variação positiva nos preços de papel e papelão, metalurgia,

fertilizantes, matérias plásticas, produtos agrícolas, carnes e açúcar. O IGP-10 e o IGP-M elevaram-se 1,54% e 1,70%, respectivamente.

A variação do IPC-Fipe situou-se em 1,13% e foi determinada pelo aumento nos preços de alimentos (carnes e açúcar), combustíveis e vestuário. Destaque-se que as elevações dos preços do álcool, 0,23 p.p., e de bovinos, 0,42 p.p., contribuíram com mais de 50% da variação do índice. Os alimentos *in natura*, por sua vez, registraram variação negativa.

Em setembro, o IPCA variou 0,31%, acumulando elevação de 6,25% nos últimos 12 meses, refletindo a elevação de 19,6% nos preços administrados, de 6,1% nos bens comercializáveis e de 1,2% nos bens não-comercializáveis. Para outubro as expectativas são de aumento significativo, principalmente em função de fatores localizados e de efeitos transitórios. Para o ano 2000, nossa pesquisa indica que as expectativas alcançam 6,49%, acima, portanto, da meta de 6%.

Mercado monetário e operações de mercado aberto

Na reunião de 6 de outubro, o COPOM manteve inalterada a meta para a taxa SELIC em 19% a.a. e estabeleceu viés de baixa para a taxa de juros.

Entre os dias 7 de outubro e 10 de novembro, as operações definitivas com títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central mantiveram a política de elevação da participação relativa dos títulos de emissão do Tesouro na dívida mobiliária federal. Destaque-se, ainda, o crescimento da participação relativa dos títulos prefixados. No período, as vendas de LTN totalizaram R\$ 15,2 bilhões, contra R\$ 10,5 bilhões em resgate. Registre-se, também, a retomada das operações com títulos prefixados com prazo de 180 dias. Houve pequena colocação líquida de títulos cambiais, sinalizando a ausência de demanda por mais *hedge* cambial.

No mercado aberto, observou-se excesso de reservas bancárias sobre as exigibilidades, o que foi neutralizado por intervenções defensivas do Banco Central.

Com o objetivo de minimizar os efeitos decorrentes do “*bug* do milênio”, o Banco Central planeja implantar os seguintes procedimentos no mês de dezembro: (1) contratar operações compromissadas com prazo superior a um dia útil e data de retorno diferente de 31 de dezembro e 3 de janeiro, de modo que as operações contratadas nessas datas sejam residuais; e (2) adquirir, por meio de operações definitivas, os títulos federais em poder do mercado com vencimento no período compreendido entre 29 de dezembro e 7 de janeiro, ou facultar a sua substituição.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

A avaliação das perspectivas para a inflação tem início pela identificação de choques que possam produzir impacto sobre a trajetória futura dos níveis de preços. Os choques potenciais mencionados tanto no Relatório de Inflação de setembro quanto na reunião anterior do COPOM permanecem. Eles se referem à elevação da meta para os *fed funds* para 5,5% a.a. a partir do restante do quarto trimestre e ao aumento do preço internacional do petróleo no período de inverno nos países industrializados.

A análise detalhada do comportamento dos componentes do IPCA neste ano evidencia a pressão exercida pela alta dos preços administrados. Enquanto o índice geral subiu 6,01% de janeiro a setembro, os preços administrados subiram 16,79%. Dentre esses últimos, os derivados de petróleo (gasolina, óleo Diesel, gás encanado e de botijão) apresentaram alta de 43,22% e os não derivados chegaram a 11,36%, sendo 9,22% em telecomunicação, 17,24% em energia elétrica e 11,53% em transportes públicos.

Tendo em vista que a formação desses preços é desvinculada dos mecanismos de mercado, podendo portanto repetir nos anos seguintes o comportamento observado em 1999, foram construídos três cenários. No primeiro, não se faz qualquer hipótese específica sobre a evolução dos preços administrados em 2000 e 2001. No segundo, considera-se a hipótese de que os preços administrados subam um pouco acima da inflação anual projetada no cenário anterior, sendo a diferença incorporada como choque e distribuída uniformemente ao longo dos trimestres. No terceiro cenário, os preços administrados sobem significativamente mais que a inflação anual projetada no primeiro cenário, em proporção semelhante à verificada em 1999.

Tomando por base cada um dos cenários construídos, e adicionando a hipótese de constância da taxa de juros básica no nível atual, foram simuladas trajetórias de inflação para o conjunto de modelos disponíveis, bem como os respectivos intervalos de confiança para cada período de previsão.

Dos exercícios de simulação para o primeiro cenário, conclui-se que a manutenção da taxa de juros no nível atual permite atingir com folga as metas para a inflação em 1999, 2000 e 2001.

Resultado semelhante é obtido com o segundo cenário, mas apenas nos modelos em que se incorpora a redução do prêmio de risco do país, como função do resultado fiscal, que deve ser alcançado. Nos modelos em que o prêmio de risco permanece estável, as simulações apontam para o cumprimento da meta em 2000 sem folga; em 2001, a projeção central situa-se acima da meta, mas ainda no intervalo de tolerância.

As simulações para o terceiro cenário indicam que, com a pressão gerada pelos preços administrados e sem alteração na taxa de juros básicas, as expectativas de inflação deterioram-se e comprometem o cumprimento das metas para os dois próximos anos, em todos os modelos utilizados.

Diretrizes de política monetária

Além da análise do choque de oferta representado pelo reajuste dos preços administrados, o COPOM analisou o impacto dos aumentos dos preços dos automóveis novos decorrentes da retirada dos incentivos fiscais, e da carne, face o período de entressafra. Esses fatores, juntos, puxaram para cima todos os índices de preços ao consumidor. Na avaliação do COPOM a natureza destes dois grupos de choques é distinta. Enquanto a eliminação dos incentivos fiscais sobre os preços dos automóveis e o impacto da entressafra sobre os preços dos alimentos eleva o nível de preços e reverte-se no tempo, sem caracterizar aumento persistente na taxa de inflação, o processo de reajuste de preços administrados pode apresentar persistência e propagar-se pela economia, gerando pressão inflacionária. A missão do Banco Central é evitar que isso ocorra.

De outro lado, há um movimento de recuperação da confiança, pautado pela percepção de consolidação dos fundamentos, sobretudo pelo desempenho das contas públicas e pela perspectiva de aprovação da reforma do INSS.

Embora o mercado de câmbio continue com baixa liquidez, a situação é bem mais confortável do que há um mês. A revisão do piso das reservas cambiais, no âmbito do acordo com o FMI, as emissões da República, a liberação de parte das garantias da dívida em *bradies* e a aprovação do empréstimo do BID pelo Legislativo, ratificam a noção de que o Banco Central dispõe, com folga, de recursos para fazer frente à falta de liquidez temporária que possa vir a ocorrer nas próximas semanas.

Analisados os dados conjunturais e as perspectivas para o próximo exercício, o COPOM decidiu manter a meta para a taxa SELIC em 19% ao ano sem indicação de viés. Essa atitude cautelosa se justifica pela necessidade de: (1) confirmar o diagnóstico de que a elevação recente da inflação ao consumidor deve-se a fatores específicos e transitórios (como carne, álcool, automóveis, e câmbio), sem configurar o início de um processo generalizado de ajustes de preços, e (2) balizar a formação de expectativas de inflação da sociedade em resposta a essas novas informações deixando claro que o Banco Central não permitirá que choques de oferta persistentes levem a um aumento na taxa de inflação.

Ao final da reunião, foi lembrado que o Comitê voltaria a se reunir em 15 de dezembro de 1999, às 16:30 h, conforme estabelecido no Calendário das Reuniões Ordinárias do COPOM, divulgado pelo Comunicado nº 6.438, de 28.10.1998, do Banco Central.

Medidas de política econômica

Medidas Relacionadas ao Sistema Financeiro e ao Mercado de Crédito

Resolução nº 2.627, de 2.8.99 - regulamentou a constituição e funcionamento de sociedades de crédito ao microempreendedor, objetivando atender segmento que demanda valores de crédito bastante limitados. Essa medida deve contribuir para a redução nas taxas impostas a esse segmento empresarial, assim como para o aumento dos recursos disponíveis e diminuição do risco de crédito, visto que, nos moldes anteriores à norma, o sistema para esse setor era significativamente informal, o que representava maior risco para o ofertante do crédito.

Circular nº 2.927, de 8.9.99 - reduziu a alíquota do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e sob aviso, de 75% para 65%. Visa reduzir o diferencial entre as taxas de juros ativas e passivas do sistema financeiro nacional e a expansão do volume de crédito concedido.

Resolução nº 2.653, de 23.9.99 - estabeleceu que o total das operações de crédito com o setor público seja limitado a 45% do Patrimônio Líquido Ajustado (PLA) por instituição financeira, observando o valor global de R\$ 600 milhões para novas operações. A norma anterior, Resolução nº 2.461, de 26.12.97, fixava os limites de crédito ao setor público pelo saldo de operações existente em setembro de 1997, corrigidos em 80% da Taxa Referencial (TR). Essa alteração tem por meta a flexibilização do contingenciamento do crédito e está fundamentada no atual equilíbrio financeiro em que se encontram alguns estados e municípios.

Circular nº 2.934, de 4.10.99 - reduziu de 100% para 0%, o fator de ponderação de risco aplicável a operações de crédito garantidas por fundos cuja finalidade seja a de compartilhar o risco de crédito, direcionado a microempresas e empresas de pequeno porte. A adoção dessa medida objetiva criar condições para ampliação do crédito para esse segmento, via aumento na alavancagem das instituições financeiras.

Portaria do Ministério da Fazenda nº 377, de 4.10.99 - reduziu a alíquota do IOF, de 1,5% para 0,5%, incidente sobre as operações de crédito em valor igual ou inferior a R\$ 30 mil, cujo mutuário seja pessoa jurídica sujeita ao regime tributário de microempresas e empresas de pequeno porte.

Portaria do Ministério da Fazenda nº 385, de 14.10.99 - reduziu, de 6% para 1,5%, a alíquota do IOF incidente sobre operações de crédito com pessoas físicas, igualando àquela aplicada sobre operações com pessoas jurídicas, excetuando aquelas relacionadas à Portaria nº 377, de 4.10.99.

Lei nº 9.872, de 23.11.99 - instituiu o Fundo de Aval para a Geração de Emprego e Renda, cujos recursos provêm do Fundo de Amparo ao Trabalhador. Visa avalizar as operações de crédito sob o âmbito do Programa de Geração de Emprego e Renda (Proger).

Resolução nº 2.655, de 5.10.99 - estabeleceu condições mais favoráveis às operações de empréstimo para capital de giro, realizadas pelo Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, com recursos oriundos do Fundo de Participação PIS/Pasep. Os beneficiários devem ser empresas nacionais e preferencialmente, as micro, pequenas e médias, com atividade industrial, comercial e de prestação de serviços, bem como as pessoas físicas e jurídicas beneficiárias de financiamento pelas sociedades de crédito ao microempreendedor.

Circulares nº 2.925, de 2.9.99 e nº 2.939, de 14.10.99 - reduziram de 20% para 0% a alíquota do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais, cédulas de debêntures e contratos de assunção de obrigações vinculados a operações realizadas com o exterior. Objetiva criar condições para a redução do spread bancário e aumentar a oferta de crédito.

Medida Provisória nº 1.925, de 14.10.99 - criou a Cédula de Crédito Bancário, caracterizada como título de crédito emitido, por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, como promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, representando dívida em dinheiro certa, líquida e exigível. Visa agilizar o trâmite judicial de créditos em litígio, reduzindo o risco para o ofertante.

Circular nº 2.938, de 14.10.99 - reduziu, de R\$ 50 mil para R\$ 20 mil, o valor mínimo para registro no Sistema Central de Risco, por parte das instituições financeiras, de dívidas e responsabilidades de seus clientes. Visa reduzir o risco no mercado de crédito, permitindo a contratação de negócios com menor diferencial entre as taxas de juros ativa e passiva do sistema financeiro.

Circular nº 2.941, de 14.10.99 - alterou a Circular nº 2.910, de 14.7.99, reduzindo a exigibilidade de recolhimento compulsório sobre obrigações por compra de câmbio e adiantamentos em moeda nacional, deduzidos os adiantamentos sobre contratos de câmbio, de 15% para 0%.

Medidas de Política Fiscal

Lei nº 9.841, de 5.10.99 - Instituiu o estatuto da microempresa e da empresa de pequeno porte, dispondo sobre o tratamento jurídico diferenciado e simplificado nos campos administrativo, tributário, previdenciário, trabalhista, creditício e de desenvolvimento empresarial, em conformidade com o que dispõe a Lei nº 9.317, de 5.12.96.

Medida Provisória nº 1.924, de 7.10.99 - Promoveu as seguintes alterações na legislação do imposto de renda:

- a) elevação da alíquota incidente sobre a remessa de juros de empréstimos contraídos no exterior, de zero para 15%, a partir de 1.1.2000;
- b) elevação da alíquota incidente sobre ganhos em operações de renda variável, de 10% para 15%, a partir de 2000, e de 20% a partir de 2001.

Lei nº 9.876, de 26.11.99 - Alterou o cálculo da aposentadoria dos trabalhadores do setor privado e criou o fator previdenciário.

Medida Provisória nº 1.858-10, de 26.10.99 - Manteve em 12%, até 31.1.2000, a alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), e fixou-a em 9% para o período de 1.2.2000 a 31.12.2002. Pela legislação anterior, a alíquota de 12% deveria vigorar até 31.12.99, passando para 8% a partir de 1.1.2000. A Medida Provisória também determinou que a partir de 1.1.2000 não será mais permitido às pessoas jurídicas compensarem, com a CSLL devida em cada período de apuração trimestral ou anual, até um terço da Cofins efetivamente paga.

Medida Provisória nº 1.923-1, de 14.4.99 - Instituiu o Programa de Recuperação Fiscal (Refis) destinado a promover a regularização de créditos da União, decorrentes de débitos de pessoas jurídicas, relativos a tributos e contribuições, administrados pela Secretaria da Receita Federal e pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), em razão de fatos geradores ocorridos até 31.8.99. Os débitos consolidados ficam sujeitos a juros correspondentes à variação mensal da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), vedada a imposição de qualquer outro acréscimo.

Medidas Relacionadas ao Setor Externo

Circular nº 2.926, de 2.9.99 - Alterou para até 60 dias o prazo de liquidação das operações de câmbio financeiras, exceto as operações de compra não sujeitas a registro no Firce, que devem ser contratadas para liquidação pronta. As operações com títulos de renda variável (ações) deverão ser liquidadas até três dias úteis após a contratação.

Resolução nº 2644, de 10.9.99 - Permitiu a abertura e a movimentação de contas em moedas estrangeiras, em bancos autorizados no país, de empresas encarregadas da implementação e do desenvolvimento de projetos relacionados com o ciclo produtivo do petróleo e gás natural, e com a geração e transmissão de energia elétrica.

Circular nº 2.944, de 21.10.99 - Alterou o regulamento de Câmbio de Exportação de forma a contemplar as operações amparadas em seguro de crédito a exportação, permitindo a prorrogação do prazo de liquidação do contrato de câmbio por mais 180 dias.

Circular nº 2.947, de 28.10.99 - Eliminou o limite de posição de câmbio vendida dos bancos autorizados a operar no mercado de câmbio. Estabeleceu que os bancos devem depositar no Banco Central o valor que exceder US\$ 6 milhões de posição comprada, para os bancos que atuam nos mercados livre e flutuante, e US\$ 1 milhão para os que operam apenas no mercado flutuante.

Resolução nº 2.664, de 28.10.99 - Estabeleceu que os bancos devem apurar sua posição de câmbio no encerramento do movimento diário de compras e vendas, consideradas todas as moedas e o conjunto de dependências no país.

Circular nº 2.948, de 28.10.99 - Eliminou a exigência de contratação prévia de câmbio em pagamento de importações para Declarações de Importação (DI) registradas a partir de 30.10.99.

Resolução nº 2.667, de 19.11.99 - Estabeleceu que para exportações de aeronaves destinadas a aviação regional, a equalização das taxas de juros dos financiamentos amparados pelo Proex terá como referência, principalmente, o T-Bond dos EUA, acrescido do spread de 0,2% ao ano.

APÊNDICE

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Armínio Fraga Neto
Presidente

Carlos Eduardo de Freitas
Diretor

Daniel Luiz Gleizer
Diretor

Edison Bernardes dos Santos
Diretor

Luiz Fernando Figueiredo
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros votantes

Armínio Fraga Neto
Presidente

Carlos Eduardo de Freitas
Diretor

Daniel Luiz Gleizer
Diretor

Edison Bernardes dos Santos
Diretor

Luiz Fernando Figueiredo
Diretor

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang
Diretor

Membros não votantes

Alexandre Pundek Rocha
Consultor da Diretoria

Alexandre Antonio Tombini
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)

Altamir Lopes
Chefe do Departamento Econômico (Depec)

Daso Maranhão Coimbra
Chefe do Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin)

Eduardo Hitiro Nakao
Chefe do Departamento de Operações de Mercado Aberto (Demab)

Luis Gustavo da Matta Machado
Chefe do Departamento de Operações Bancárias (Deban)